



Universitat Autònoma de Barcelona

ADVERTIMENT. L'accés als continguts d'aquesta tesi doctoral i la seva utilització ha de respectar els drets de la persona autora. Pot ser utilitzada per a consulta o estudi personal, així com en activitats o materials d'investigació i docència en els termes establerts a l'art. 32 del Text Refós de la Llei de Propietat Intel·lectual (RDL 1/1996). Per altres utilitzacions es requereix l'autorització prèvia i expressa de la persona autora. En qualsevol cas, en la utilització dels seus continguts caldrà indicar de forma clara el nom i cognoms de la persona autora i el títol de la tesi doctoral. No s'autoritza la seva reproducció o altres formes d'explotació efectuades amb finalitats de lucre ni la seva comunicació pública des d'un lloc aliè al servei TDX. Tampoc s'autoritza la presentació del seu contingut en una finestra o marc aliè a TDX (framing). Aquesta reserva de drets afecta tant als continguts de la tesi com als seus resums i índexs.

ADVERTENCIA. El acceso a los contenidos de esta tesis doctoral y su utilización debe respetar los derechos de la persona autora. Puede ser utilizada para consulta o estudio personal, así como en actividades o materiales de investigación y docencia en los términos establecidos en el art. 32 del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual (RDL 1/1996). Para otros usos se requiere la autorización previa y expresa de la persona autora. En cualquier caso, en la utilización de sus contenidos se deberá indicar de forma clara el nombre y apellidos de la persona autora y el título de la tesis doctoral. No se autoriza su reproducción u otras formas de explotación efectuadas con fines lucrativos ni su comunicación pública desde un sitio ajeno al servicio TDR. Tampoco se autoriza la presentación de su contenido en una ventana o marco ajeno a TDR (framing). Esta reserva de derechos afecta tanto al contenido de la tesis como a sus resúmenes e índices.

WARNING. The access to the contents of this doctoral thesis and its use must respect the rights of the author. It can be used for reference or private study, as well as research and learning activities or materials in the terms established by the 32nd article of the Spanish Consolidated Copyright Act (RDL 1/1996). Express and previous authorization of the author is required for any other uses. In any case, when using its content, full name of the author and title of the thesis must be clearly indicated. Reproduction or other forms of for profit use or public communication from outside TDX service is not allowed. Presentation of its content in a window or frame external to TDX (framing) is not authorized either. These rights affect both the content of the thesis and its abstracts and indexes.



**Universitat Autònoma
de Barcelona**

**FACULTAD DE DERECHO
DEPARTAMENTO DE DERECHO PÚBLICO Y CIENCIAS
HISTORICOJURÍDICAS**

DOCTORADO EN DERECHO PÚBLICO GLOBAL

Tesis Doctoral

**Soberanía económica y seguridad nacional:
Intervención y participación del Estado
en los mercados de capitales globales**

Doctorando: Alejandro Rubio González

Director: Dr. D. Manuel Ballbé Mallol

2016

Índice.

ÍNDICE	1
1.- INTRODUCCIÓN	4
2.- INVERSIÓN EXTRANJERA Y SEGURIDAD NACIONAL: SU REGULACIÓN EN LOS ESTADOS UNIDOS	18
2.1.- MARCO CONCEPTUAL	18
2.1.1.- <i>Concepto de inversión extranjera</i>	18
2.1.2.- <i>Aspectos económicos de la inversión extranjera</i>	21
2.1.3.- <i>Riesgos inherentes a la inversión extranjera directa</i>	23
2.1.4.- <i>Riesgos políticos inherentes a la inversión extranjera</i>	26
2.1.5.- <i>Aspectos referentes a la seguridad nacional</i>	28
2.1.6.- <i>La teoría de las tres amenazas</i>	37
2.2.- EVOLUCIÓN DEL MARCO POLÍTICO Y NORMATIVO EN LOS ESTADOS UNIDOS.	41
2.3.- LA ENMIENDA EXON-FLORIO.	54
2.3.1.- <i>El origen de la enmienda Exon-Florio</i>	54
2.3.2.- <i>La tramitación de la enmienda Exon-Florio</i>	57
2.3.3.- <i>El Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)</i>	61
2.3.4.- <i>El procedimiento de revisión</i>	62
2.3.5.- <i>Los intentos fallidos de reforma de la enmienda Exon-Florio</i>	72
2.4.- LA APLICACIÓN PRÁCTICA DE LA ENMIENDA EXON-FLORIO.....	80
2.5.- LA APLICACIÓN DE LA ENMIENDA EXON-FLORIO EN EL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES.	91
2.5.1.- <i>Introducción</i>	91
2.5.2.- <i>Riesgos asociados a la titularidad extranjera en el sector de las telecomunicaciones</i>	94
2.5.3.- <i>Incidencia de los atentados del 11 de septiembre de 2001</i>	100
2.6.- LAS ADQUISICIONES EN EL SECTOR DE LA DEFENSA.....	108
2.7.- VALORACIÓN DE LA ENMIENDA EXON-FLORIO.....	112
2.7.1.- <i>La flexibilidad del procedimiento</i>	112
2.7.2.- <i>La politización del procedimiento</i>	115
2.7.3.- <i>Peligros de una dinámica proteccionista</i>	122
2.7.4.- <i>Alternativas regulatorias</i>	123
2.7.5.- <i>Influencia de la enmienda Exon-Florio en Derecho comparado</i>	127
3.- LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN LA UNIÓN EUROPEA	130
3.1.- LA CONSTRUCCIÓN EUROPEA: SUS FUNDAMENTOS ECONÓMICO-JURÍDICOS Y LA SEGURIDAD NACIONAL.	130
3.1.1.- <i>Consideraciones generales</i>	130

3.1.2.- <i>Implicaciones geopolíticas y económicas del Plan Schuman.</i>	136
3.1.3.- <i>La importancia de la arquitectura institucional.</i>	145
3.1.4.- <i>La lógica del Mercado Interior.</i>	148
3.2.- LA LIBRE CIRCULACIÓN DE CAPITALES EN EL PROCESO DE CONSTRUCCIÓN EUROPEA.	161
3.3.- INVERSIÓN EXTRANJERA Y MERCADO INTERIOR.	184
3.3.1.- <i>Inversión extranjera y libre circulación de capitales.</i>	184
3.3.2.- <i>El concepto de capital en el TFUE.</i>	192
3.3.3.- <i>Clase de inversión: la inversión extranjera directa en el TFUE.</i>	199
3.3.4.- <i>Inversión extranjera directa y terceros Estados.</i>	210
3.3.5.- <i>Inversión extranjera directa y acceso al mercado.</i>	228
3.4.- LAS RESTRICCIONES A LA INVERSIÓN EXTRANJERA.	234
3.4.1.- <i>Concepto de restricción.</i>	234
3.4.2.- <i>Relevancia de los casos de la acción de oro.</i>	236
3.4.3.- <i>Concepto de acción de oro.</i>	245
3.4.4.- <i>Contenido de las acciones de oro.</i>	258
3.5.- JUSTIFICACIÓN DE LAS RESTRICCIONES A LA INVERSIÓN EXTRANJERA.	261
3.5.1.- <i>El régimen de propiedad.</i>	261
3.5.2.- <i>La aplicación del Derecho de Sociedades.</i>	288
3.5.3.- <i>La jurisprudencia Keck y el acceso al mercado.</i>	297
3.5.4.- <i>Motivos económicos.</i>	298
3.5.5.- <i>La seguridad pública.</i>	301
3.5.6.- <i>Normas de Derecho Derivado. Especial referencia al Reglamento Comunitario de Concentraciones.</i>	314
3.6.- EL TEST DE PROPORCIONALIDAD.	339
3.7.- LA INVERSIÓN EXTRANJERA PROCEDENTE DE TERCEROS PAÍSES.	352
4.- LA PARTICIPACIÓN DE LOS ESTADOS EN LA ECONOMÍA FINANCIERA.....	368
4.1.- LOS ESTADOS COMO INVERSORES: LOS LLAMADOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN.	368
4.2.- LA PROBLEMÁTICA DE LOS FONDOS SOBERANOS.....	391
4.2.1.- <i>Mala gestión de las inversiones del fondo en perjuicio económico y financiero de su país.</i>	393
4.2.2.- <i>Persecución de objetivos de poder político y económico a través de los fondos soberanos de inversión.</i>	396
4.2.3.- <i>Exacerbación del proteccionismo financiero inspirado por los fondos soberanos de inversión.</i>	405
4.2.4.- <i>Potencial de confusión e incertidumbre en los mercados financieros asociado a la actividad de los fondos soberanos de inversión.</i>	406
4.2.5.- <i>Conflictos de intereses entre los países con fondos soberanos de inversión y los países en los que invierten.</i>	411
4.3.- EL CONCEPTO DE FONDO SOBERANO.	425
4.4.- RESPUESTAS REGULATORIAS A LOS FONDOS SOBERANOS.....	449

4.4.1.- Regulación comprensiva.....	457
4.4.2.- Prohibición de inversiones específicas.....	459
4.4.3.- Limitación de las actividades de inversión.....	461
4.4.4.- Modalidades de reciprocidad.....	467
4.4.5.- Establecimiento de un marcador.....	468
4.5.- LA REGULACIÓN DE LOS FONDOS SOBERANOS EN LOS ESTADOS UNIDOS.....	472
4.5.1.- La enmienda Exon-Florio.....	472
4.5.2.- La regulación del mercado de valores.....	482
4.5.3.- Normas sectoriales.....	485
4.5.4.- El Derecho de sociedades.....	486
4.5.4.- Valoración.....	488
4.6.- LA SITUACIÓN DE LOS FONDOS SOBERANOS EN LA UNIÓN EUROPEA.....	492
4.6.1.- Los fondos soberanos ante el Derecho de la Unión.....	492
4.6.2.- El papel de los Estados miembros.....	502
4.6.3.- Valoración.....	506
4.7.- LA REGULACIÓN INTERNACIONAL DE LOS FONDOS SOBERANOS. ESPECIAL REFERENCIA A LOS PRINCIPIOS DE SANTIAGO.....	511
4.7.1.- Los Principios de Santiago.....	518
4.7.2.- El contenido de los Principios de Santiago.....	520
4.7.3.- Eficacia y valoración de los Principios de Santiago.....	529
5.- CONCLUSIONES.....	539
6.- BIBLIOGRAFÍA.....	550

1.- Introducción.

Los cambios acaecidos en la situación política y económica del mundo en los últimos cuarenta años han afectado de manera muy intensa a la concepción que tenemos del Estado y a las funciones que se le deben atribuir en la ordenación de la convivencia. Siguiendo a HARBULOT, podemos afirmar que el final de la guerra fría ha cambiado la forma en que se manifiestan las tensiones de poder en el plano internacional, dando especial protagonismo al aspecto económico¹. Una de las realidades económicas respecto de las cuales es más patente esta circunstancia es la inversión extranjera y la posición que deben tomar las autoridades estatales respecto de su influencia en la economía nacional.

El aspecto financiero ha cobrado en este período un singular protagonismo en el proceso de globalización. Como advierte CAZORLA PRIETO *en los últimos años [...] la vertiente que más se ha desarrollado de la globalización económica ha sido la financiera, es decir, la atinente al movimiento a escala planetaria de servicios financieros. En el campo financiero sí puede hablarse de globalización o mundialización en el pleno sentido de la palabra*². Ello ha llevado a autores como COHEN y BRADFORD DELONG a subrayar, desde una perspectiva norteamericana, que las finanzas, si bien siempre han tenido un papel importante en la economía y la dirección política, se han convertido en una fuerza dominante³.

Según HINOJOSA FERNÁNDEZ *la desregulación y la globalización de los movimientos de capital, junto con el desarrollo de las telecomunicaciones, han*

¹ Señala este autor que *la relación aliado/adversario implica una relectura atenta del concepto de potencia a través de tableros de ajedrez invisibles. El final de la guerra fría abre una nueva era de relaciones de fuerza fundadas en formas de dominación más insidiosas y menos conflictivas que la dominación militar o la conquista territorial.* HARBULOT, Christian. *La main invisible des puissances. Les Européens face à la guerre économique.* 2ª Edición. Paris : Ellipses, 2007. Pág. 49.

² CAZORLA PRIETO, Luis María. *El Gobierno de la Globalización Financiera: una aproximación jurídica.* Pamplona: Aranzadi, 2010. Pág. 12

³ COHEN, Stephen S. y BRADFORD DELONG, J. *The End of Influence: What Happens When Other Countries Have the Money.* Basic Books. Nueva York: 2010. Págs. 57-58.

*transformado profundamente los mercados financieros internacionales*⁴. Para GONZALEZ Y MASCAREÑAS el desarrollo de los mercados financieros en los años ochenta se explica por múltiples factores: la desreglamentación financiera; la innovación financiera; el desarrollo de los mercados de eurodivisas, eurobonos y derivados y la ingeniería financiera⁵. En este contexto, la innovación tecnológica ha desempeñado un papel esencial ya que ha permitido que las transacciones se realicen con una gran rapidez⁶.

En efecto, como precisa CAZORLA PRIETO, *varios factores han contribuido poderosamente a que las cosas se desarrollen de este modo. En primer lugar, la enorme movilidad del capital que se fragmenta en todo tipo de instrumentos financieros, que, además, son idóneos para circular por las vías de la contratación electrónica que tanta agilidad presta a la operación mercantil que se pueda ajustar a sus exigencias. Por otro lado, “no olvidemos que a la movilidad del capital plasmado en todo tipo de activos por encima de cualquier frontera se ha unido la hipertrofia del sector*

⁴ HINOJOSA MARTÍNEZ, Luis Miguel. *La regulación de los movimientos internacionales de capital desde una perspectiva europea*. Madrid: McGraw-Hill, 1997. Pág. 10.

⁵ GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, Sara y MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan. *La globalización de los mercados financieros*. Noticias de la Unión Europea. Nº 172, 1999. Págs. 26-31.

⁶ Así, GONZALEZ Y MASCAREÑAS señalan que *en cuanto al tema del avance tecnológico que ha permitido conectar los mercados entre sí a través de unos sistemas avanzados de informática y telecomunicaciones, diremos que éstos han posibilitado que los inversores e intermediarios financieros estén al tanto de lo que ocurre en los mercados mundiales, lo que les permite valorar el impacto de la información recibida en el comportamiento de sus carteras de valores. Y, además, con dichos sistemas pueden realizar operaciones de arbitraje de forma instantánea empujando a una mayor integración de los mercados financieros a través de la igualación de sus precios. Por otro lado, si hay algún coste que se ha derrumbado en los últimos tiempos este es el de las telecomunicaciones y el del proceso de datos (por ejemplo, los precios de los ordenadores han ido descendiendo a razón de un 30% anual de promedio en los últimos veinte años). Esto ha permitido a las compañías localizar diferentes partes del proceso de producción en otros tantos países pero manteniendo, al mismo tiempo, el control total del proceso productivo. Además, la tecnología actual reduce la necesidad de contacto físico entre el cliente y la empresa permitiendo, incluso, la posibilidad de negociar diversos tipos de servicios que antes era imposible hacerlos (operar con el banco desde casa, comprar billetes de avión, u otro medio de transporte desde cualquier terminal de ordenador, la videoconferencia, etc.).* GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, Sara y MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan. *La globalización de los mercados financieros*. Noticias de la Unión Europea. Nº 172, 1999. Pág. 31

financiero, que necesita cuanto más espacio donde actuar mejor”. Por último, al calor de esta confluencia de circunstancias y como moscas que acuden a un panal de rica miel, ha brotado una llamada “industria financiera”, que ha traído consigo la proliferación de una multitud de entidades dedicadas a fomentar los movimientos financieros como medio para conseguir beneficios⁷.

En este contexto el incremento de la inversión extranjera directa es una de las notas características de lo que se ha dado en denominar globalización financiera⁸. Sin embargo, a diferencia de otros procesos de internacionalización económica que han sucedido, la actual globalización se caracteriza por la irrupción en el panorama geoeconómico de singulares potencias emergentes⁹. El ejemplo más señalado de este fenómeno se concreta de manera más acusada en el protagonismo que están desempeñado, por un lado, la República Popular China¹⁰ y ciertos países árabes en

⁷ CAZORLA PRIETO, Luis María. *El Gobierno de la Globalización Financiera: una aproximación jurídica*. Pamplona: Aranzadi, 2010. Pág. 13.

⁸ En 2008 MARCHNICK y SLAUGHTER señalaban que *una característica distintiva de la actual era de la globalización han sido los flujos transfronterizos de inversión extranjera directa (IED) en el que las empresas en un país poseen parte o la totalidad de las empresas en otros países. De hecho, los flujos de IED han crecido a un ritmo mucho más rápido que los flujos de bienes y servicios. De 1990 a 2006, los flujos transfronterizos mundiales de IED aumentaron un promedio del 12,4 por ciento al año, frente a un 7,7 por ciento de crecimiento en las exportaciones totales de bienes y servicios y el 5 por ciento del crecimiento económico global. Desde 2003, los flujos mundiales de IED han crecido aún más rápido en un asombroso 30 por ciento al año- a pesar de que es probable que deje caer precipitadamente este año con la desaceleración económica en todo el mundo. Muchas explicaciones populares de la era actual de la globalización ven su característica distintiva en la expansión de la IED y la creación de redes de producción transfronterizas por las empresas multinacionales. Incluso más que la liberalización del comercio, la liberalización de la inversión ha sido el principal impulsor del crecimiento en todo el mundo, dando un impulso significativo a las economías en los países desarrollados y en desarrollo. La decisión de muchos países durante las últimas dos décadas de abandonar las restricciones vigentes durante mucho tiempo sobre la inversión extranjera ha contribuido en gran medida a la propagación de la prosperidad.* MARCHNICK, David M. y SLAUGHTER, Matthew J. *Global FDI policy: correcting a protectionist drift*. Council on Foreign Relations. Nueva York: 2008. Pág.1

⁹ GEORGIEV, George Stephanov. *The Reformed CFIUS Regulatory Framework: Mediating Between Continued Openness to Foreign Investment and National Security*. Yale Journal on Regulation. Vol. 25. 2008. Pág. 130.

¹⁰ Sobre los riesgos inherentes China, vid. GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. U.S.

atención a la riqueza que obtienen de sus recursos naturales. La singularidad de esas potencias radica en las profundas diferencias culturales, políticas y sociales que presentan respecto de las sociedades occidentales. Junto a ello, se destaca que como fenómeno asociado a ese mayor protagonismo, han proliferado los denominados fondos soberanos de inversión, es decir, fondos controlados directa o indirectamente por estos países¹¹. Además, en el caso de los países musulmanes, la situación ha generado una inevitable preocupación en la opinión pública tras los atentados islamistas en Nueva York y, más tarde, en Madrid y Londres¹².

El Derecho no ha permanecido ajeno a esta realidad y, en el caso de la ordenación de la inversión extranjera, presenta notas de sumo interés como tendremos ocasión de analizar. Así nos lo recuerdan LARSON y MARCHIK cuando advierten que *los nuevos desafíos de seguridad planteados por el 11 de septiembre han hecho*

National Security and Foreign Direct Investment. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 95 y ss.; y COHEN, Stephen S. y BRADFORD DELONG, J. *The End of Influence: What Happens When Other Countries Have the Money*. Basic Books. Nueva York: 2010. Págs. 23-25.

¹¹ GEORGIEV, George Stephanov. *The Reformed CFIUS Regulatory Framework: Mediating Between Continued Openness to Foreign Investment and National Security*. Yale Journal on Regulation. Vol. 25. 2008. CARROLL, James F.F. Back to the Future: Redefining the Foreign Investment and National Security Act's Conception of National Security. Emory International Law Review. Vol.23, Nº 1, 2009. Pág. 196. WEIMER, Christopher M. *Foreign Direct Investment and National Security Post-Finsa 2007*. Texas Law Review. Vol 87. 2009 Pág. 664 y 683. y GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. U.S. National Security and Foreign Direct Investment. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 26 y ss.

¹² En esta línea y con relación a los Estados Unidos, FENG señala que *en los últimos años, sin embargo, el espectro del terrorismo extranjero ha coloreado percepciones estadounidenses sobre la inversión extranjera directa y sus posibles conexiones con gobiernos poco fiables. Este miedo, así como el creciente poder de los competidores estratégicos (en particular, la República Popular de China), ha llevado a muchos expertos y políticos a cuestionar la sabiduría de la política de inversión históricamente abierta de los Estados Unidos. Hay una sensación de que la inversión extranjera directa puede servir como una herramienta para los gobiernos extranjeros para ganar puntos de apoyo en las industrias vitales, para desviar las tecnologías estadounidenses valiosas o sensibles, o simplemente para proporcionar un medio para el sabotaje*. FENG, Yiheng. "We Wouldn't Transfer Title To The Devil": Consequences Of The Congressional Politicization Of Foreign Direct Investment On National Security Grounds. New York University Journal of International Law and Politics. Volume 42, Number 1, Fall 2009. Pág. 254.

*surgir preocupaciones sobre las inversiones extranjeras en áreas consideradas como infraestructura crítica y también han elevado la supervisión pública de inversores de partes del mundo que no han hecho inversiones significativas en los Estados Unidos. Además, la dependencia de los Estados Unidos en la entrada de flujos de capital y el creciente exceso de capital en China y los países del Golfo Pérsico –hasta entonces inversores no significativos en los Estados Unidos- se han combinado para crear una mezcla volátil de políticas alrededor de algunos casos instruidos por el Comité de Inversión Extranjera en los Estados Unidos*¹³.

Por ello no debe sorprendernos que SORNARAJAH comience su manual sobre la materia indicando que *pocas áreas del derecho internacional provocan tanta controversia como el derecho relativo a la inversión extranjera*¹⁴. En efecto, la regulación de este fenómeno económico es un magnífico exponente de las interacciones entre, por un lado, la realidad política y económica y, por otro, el papel del Estado en la regulación de la economía. Estas interacciones son una fuente inagotable de conflictos en la escena jurídica internacional y, como también destaca Sornarajah, el ingente número de resoluciones arbitrales suscitado en la materia es un síntoma de la expectación y controversia que se ha generado.

Ciertamente en el ámbito del Derecho del Comercio Global, el éxito de la implantación de la Organización Mundial del Comercio y de sus métodos de composición de conflictos son, como aprecia Ballbé, un magnífico exponente de la consolidación del modelo del *rule of law*. En su análisis jurídico de la globalización como americanización, Ballbé puntualiza que este fenómeno presenta dos caras claramente diferenciadas. Por un lado, en materia comercial se va consolidando *el imperio de la ley administrativa (rule of –administrative- law)* y, por otro, en materia de seguridad se impone la concepción de *sheriff global* y el *imperio de la ley del Oeste (rule of martial law)*¹⁵.

¹³ MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right*. Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006. Pág. 19.

¹⁴ SORNARAJAH, Muthucumaraswamy. *The International Law on Foreign Investment*. 3ª Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. Pág. 1.

¹⁵ BALLBÉ, Manuel. *El futuro del Derecho Administrativo en la Globalización: entre la americanización*

Ahora bien, esas dos filosofías no se presentan como compartimentos estancos o como estados químicamente puros. Por el contrario, se encuentran enfrentadas en una tensión que se refleja en los distintos foros políticos y jurídicos. Precisamente, la regulación de las inversiones extranjeras es un claro exponente de esta dialéctica y, a nuestro modo de ver, hace que sea una materia de especial interés para comprender la pugna entre ambos modelos.

La tensión entre ambas concepciones no es más que una manifestación de la dialéctica sobre la cual se ha levantado el Derecho Administrativo, es decir, el control del poder. Según ha señalado SORIANO GARCÍA, no resulta razonable entender el fenómeno desregulación propio de la globalización como la desaparición de la actuación normativa del Estado¹⁶. En efecto, el nuevo contexto, como subraya CAZORLA PRIETO ha afectado a las funciones que se atribuyen al Estado y a su relación con las entidades supranacionales¹⁷. Desde el punto de vista interno también ha alterado el

y la europeización. Revista de Administración Pública. Nº 174. 2007. Págs. 261 y ss.

¹⁶ *Una primera y un tanto burda manera de acercarse a esto fenómeno ha sido identificarlo con la pura y dura eliminación de normas. Se ha querido, intencionadamente o por pura ignorancia, formular una equivalencia entre la pura abrogación y la desregulación. Y no es cierto. No al menos formulado de esta forma. Por el contrario, en muchas ocasiones ha sucedido más bien lo contrario: que la desregulación ha traído una nueva y más enérgica normación. Así la desregulación de las rutas y tarifas en el transporte aéreo en Estados Unidos, se ha traducido en una mayor regulación sobre la formación de pilotos y sobre seguridad, habiendo disminuido considerablemente el número de accidentes y permitiendo un incremento considerable del uso del avión por los particulares. Todo ello, repetimos, regulando el tema concreto, no limitándose la desregulación a una pura supresión de normas.*

Lo que sucede es que se trata de una regulación bien distinta y de naturaleza diferente, pero el “horror vacui” persiste y desde luego la mayor dosis de libertad que encierran las políticas desreguladoras no implican ni mucho menos la eliminación del poder del Estado. Todo lo contrario, puede ocurrir incluso que aumenten. SORIANO GARCÍA, José Eugenio. *Desregulación, privatización y Derecho Administrativo*. Bolonia: Publicaciones del Real Colegio de España, 1993. Págs. 9-10.

¹⁷ *El Estado consonante con la etapa del desarrollo del capitalismo en que nos hallamos extiende e intensifica su condición de regulador y supervisor, pero lo hace dentro de un marco más o menos amplio que le van trazando entidades supranacionales, cuya misión se ha visto, a su vez, reforzada por la crisis económica.* CAZORLA PRIETO, Luis María. *Crisis económica y Transformación del Estado*. Pamplona: Aranzadi, 2009. Págs. 99-100

equilibrio institucional de la división de poderes en favor del ejecutivo¹⁸.

Ya el filósofo Bertrand Russell manifestó en su ensayo *El poder. Un nuevo análisis social* que el poder económico no es más que una derivación del poder político y militar¹⁹. El cambio de la situación geopolítica del mundo fue advertido por Susan Strange que en uno de sus trabajos más conocidos comienza advirtiendo que *las fronteras territoriales de los estados ya no coinciden con la extensión o límites de la autoridad política sobre la economía y la sociedad*²⁰. Este fenómeno obedece a que tal y como advierte CARROLL, tras la Guerra Fría se ha cobrado conciencia de la importancia de las amenazas de agentes no estatales para la seguridad nacional²¹. Por ejemplo, en el caso de los mercados de capitales debe destacarse la irrupción de los inversores institucionales como agentes de singular relevancia en el panorama internacional²². Por ello, CAZORLA PRIETO no ha duda en afirmar que *es cierto que los Estados han incrementado sus funciones, se han hecho más intervencionistas, participan más intensamente en casi todas las facetas de la vida financiera. Pero, al margen de las limitaciones que les imponen los mercados y los grupos de presión,*

¹⁸ Con referencia al caso español, señala CAZORLA PRIETO que *basta formular estas afirmaciones para que la conclusión salte con fuerza: el órgano constitucional, el Gobierno, que ha aprobado las normas anticrisis ha quedado reforzado político-institucionalmente, frente al órgano constitucional, las Cortes Generales, que se ha limitado a decir sí o no en el seno de un debate limitado y con relación a unas disposiciones que ya habían entrado en vigor, como ocurre en el trámite de convalidación de los decretos-leyes.* CAZORLA PRIETO, Luis María. *Crisis económica y Transformación del Estado.* Pamplona: Aranzadi, 2009. Pág. 166

¹⁹ RUSSELL, Bertrand. *El poder. Un nuevo análisis social.* RBA. Barcelona: 2010. Págs. 112 y ss.

²⁰ STRANGE, Susan. *The retreat of the state. The diffusion of power in the world economy.* Cambridge: Cambridge University Press, 1996. Pág. ix.

²¹ CARROLL, James F.F. *Back to the Future: Redefining the Foreign Investment and National Security Act's Conception of National Security.* Emory International Law Review. Vol.23, Nº 1, 2009. Pág. 179.

²² Este fenómeno se ha dado en denominar institucionalización. GONZALEZ Y MASCAREÑAS lo describen sealando que *La institucionalización se refiere a que los inversores institucionales (los fondos de pensiones, fondos de inversión, compañías de seguros, etc.) han pasado a dominar los mercados financieros en detrimento de los inversores individuales, ya que aquéllos son más propensos a transferir fondos a través de las fronteras nacionales con objeto de mejorar la diversificación de sus carteras y/o beneficiarse de la infravaloración de algún activo financiero determinado en un mercado extranjero.* GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, Sara y MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan. *La globalización de los mercados financieros.* Noticias de la Unión Europea. Nº 172, 1999. Pág. 31-32.

también lo es que lo hacen de una manera menos libre, más circunstanciada por los requerimiento de todo tipo que proceden de las entidades del exterior que nos son conocidas²³.

BALLBÉ Y PADRÓS señalaron en 1997 que *la creciente interdependencia de las economías nacionales provoca que el sistema estatal y su configuración jurídica no puedan ser vistos como un recinto amurallado, al margen de lo que hagan los otros Estados. Hay una mayor influencia mutua entre Administraciones públicas y sus sistemas jurídicos y el papel que van a jugar va a ser determinante para la competitividad de un país*²⁴. Estas afirmaciones cobran una perspectiva sumamente amplia si tenemos en cuenta la lógica competitiva que subyace en el proceso de globalización económica. En el caso de la inversión extranjera, la influencia de esta dinámica es evidente. En palabras del profesor ÁLVAREZ, *bajo este punto de vista, los flujos de inversión extranjera respondiendo a las fuerzas del mercado llevan a una producción internacional más eficiente incrementando así la competencia, lo que suministra a los consumidores una mayor gama de productos y precios más bajos*²⁵.

Pues bien, en este proceso el aspecto jurídico tiene una importancia mucho más relevante que la que se le suele atribuir. Ésta es precisamente una de las mayores aportaciones del trabajo de BALLBÉ Y PADRÓS. Indican estos autores que *el sistema jurídico va a influir de forma decisiva en la configuración de los diferentes ámbitos de la economía y de la sociedad. En este sentido, empieza a existir una percepción generalizada de que los Estados compiten entre ellos por ofrecer unos buenos niveles y calidades de servicios públicos, de infraestructuras, y aunque no exista una igual percepción, los Estados están compitiendo también por tener una buena reputación en aspectos que en principio no parecen tener tanta relación con el tema como es el sistema jurídico del país. Por ello, las decisiones sobre la localización de los centros de producción de las empresas en uno u otro Estado, no sólo son adoptadas en base a*

²³ CAZORLA PRIETO, Luis María. *El Gobierno de la Globalización Financiera: una aproximación jurídica*. Pamplona: Aranzadi, 2010. Pág. 154

²⁴ BALLBÉ, Manuel y PADRÓS, Carlos. *Estado competitivo y armonización europea*. Ariel. Barcelona: 1997. Pág. 49.

²⁵ ALVAREZ, José E. *Political Protectionism and United States International Investment Obligations in conflict: The Hazards of Exon-Florio*. Virginia Journal of International Law. Vol. 30:1. 1989. Pág. 12

*consideraciones de costes de la mano de obra sino también en base a las instituciones y sistemas jurídicos de los diferentes países. La competitividad nacional dependerá cada vez más de las políticas jurídicas que afectarán el atractivo de ubicar los centros de producción en un país determinado. La forma en que cada nación responda a esas nuevas circunstancias será determinante de su competitividad en el plano internacional*²⁶.

El efecto competitivo entre Estados como consecuencia de la Globalización ha afectado de una manera sorprendente a la concepción política de cómo debe regularse la economía. Como hemos apuntado anteriormente, esta situación ha generado tensiones entre los dos modelos de globalización jurídico-administrativa descritos por BALLBÉ. De ahí que, como apunta CARROLL, *los gobiernos con frecuencia incluyen factores económicos en sus definiciones de seguridad nacional, ya que la línea divisoria entre la industria civil y militar se ha difuminado por la globalización de las tecnologías de doble uso*²⁷.

Esta tensión dialéctica entre el *rule of law* y el *rule of martial law* resulta abrumadora en la regulación de las inversiones extranjeras. Sorprendentemente esta situación no se circunscribe al ámbito norteamericano, sino que en la primera década del siglo XXI ha cobrado un inusitado protagonismo en toda Europa²⁸, especialmente en Francia. La doctrina del patriotismo económico es una de las claves de la actual política económica del país vecino y en gran medida bebe de los trabajos de Bernard CARAYON. En su célebre ensayo *Patriotisme économique*, señala este autor que el proceso de globalización consistirá en una *colusión general de la economía y la política*²⁹ y le lleva a hablar de la existencia de una guerra económica³⁰. El concepto de

²⁶ BALLBÉ, Manuel y PADRÓS, Carlos. *Estado competitivo y armonización europea*. Ariel. Barcelona: 1997. Pág. 49.

²⁷ CARROLL, James F.F. Back to the Future: Redefining the Foreign Investment and National Security Act's Conception of National Security. *Emory International Law Review*. Vol.23, Nº 1, 2009. Pág. 167.

²⁸ Vid. MARCHNICK, David M. y SLAUGHTER, Matthew J. *Global FDI policy: correcting a protectionist drift*. Council on Foreign Relations. Nueva York: 2008. Págs. 4 y ss.

²⁹ CARAYON, Bernard. *Patriotisme économique. De la guerre a la paix économique*. París: Editions du Rocher, 2005. Pág. 20.

³⁰ CARAYON, Bernard. *Patriotisme économique. De la guerre a la paix économique*. París: Editions du

guerra económica, empleado con frecuencia en la bibliografía francesa³¹, trata de denotar la difusión de la distinción público/privado y el aspecto hipercompetitivo en que se desenvuelven las relaciones económicas³².

La bibliografía española no ha permanecido ajena a este debate. Por ejemplo, en su manual sobre Geoeconomía, Eduardo OLIER advierte que *una de las principales “armas” comerciales de los Estado son las empresas. Y, muy fundamentalmente, las empresas globales. Es aquí donde nacen las reclamaciones en las que, detrás de los conflictos empresariales, aparece la fuerza de los Estados*³³. En particular, alude al

Rocher, 2005. Págs. 23 y ss.

³¹ En 1968 en un ensayo ya clásico, SERVAN-SCHREIBER anunciaba que *pues la “General Motors” no es la Wehrmacht, el caso Bull no es Munich y el “Concorde” no es Sedan. Asistimos a la primera guerra sin armas ni fortificaciones. Si hoy día hubiese otro André Malreaux, no haría vibrar el alma con de una generación con el heroísmo de los combates de Teruel, sino con la lucha fabulosa por la conquista de la metalurgia del titanio, o con la lucha feroz por el dominio del universo mental de los circuitos entregados.* SERVAN-SCHREIBER, Jean-Jacques. *El desafío americano*. Barcelona: Plaza y Janés, 1968. Pág. 14

³² En palabras de LAÏDI, *el concepto de guerra económica se sitúa en el cruce de la competencia feroz que libran las empresas y los medios de los que dispone una administración nacional para sostener a sus campeones económicos. La guerra económica, tal y como yo la defino, se aplica en tiempos de paz, sin necesidad de conflicto diplomático y concierne las relaciones entre países amigos o enemigos. En este tipo de confrontación moderna, la distinción público/privado ya no opera. Lo público se pone al servicio de lo privado para conquistar mercados y viceversa. La guerra económica se convierte así en un instrumento al servicio del poder de los Estados. Es la cara más agresiva de la economía, cuando el “asalto feroz de las ventas de la competencia” se desencadena. Se presenta como la cara sombría de las relaciones económicas cuando se salen de las reglas leales y legales establecidas por el Derecho de la competencia. No pretendo que la guerra económica refleje un estado permanente de relaciones comerciales entre los países, la gran mayoría de intercambios entre las empresas sucede sin enfrentamientos, pero la mundialización ha reducido el pastel, mientras que el número de los que quieren comerlo ha aumentado. El mundo de los negocios es más duro, las relaciones comerciales se tensan y los jugadores que traspasan la línea amarilla son cada vez más numerosos. Eso deviene entonces un asunto de los Estados. Y no es nuevo. Si las relaciones económicas se han radicalizado particularmente desde 1989, encontramos los precedentes desde el comienzo del siglo XX.* LAÏDI, Ali. *Les États en guerre économique*. Paris: Seuil, 2010. Pág. 26-27.

³³ OLIER, Eduardo. *Geoeconomía: las claves de la economía global*. Madrid: Prentice Hall, 2011. Pág. 265.

sector energético como ejemplo de esta dinámica³⁴.

Por su parte, en los Estados Unidos el debate se formula en términos algo distintos. En vez de hablar de “guerra económica”, se discute si el concepto de seguridad nacional se extiende a la seguridad económica del país³⁵.

En este contexto, el mismo CARAYON ha destacado la necesidad de que los juristas se abran al estudio del Derecho comparado³⁶. En este ámbito, como en otros muchos, los Estados Unidos constituyen una referencia de primer orden. Como ha subrayado MANOIR DE JUAYE, *el conflicto entre las culturas jurídicas actualmente se resuelve con mayor frecuencia en detrimento de la cultura civilista. El Common Law se beneficia de la fuerza económica de los Estados Unidos y de la potencia de sus law firms*³⁷. Ahora bien, siguiendo a BALLBÉ, podemos afirmar que *es evidente que el estudio del Derecho y las instituciones norteamericanas no comporta que haya que ceñirse a un seguidismo. Por el contrario, dado el poder, el impacto y la influencia*

³⁴ Señala que *El sector energético, en general, está dominado por empresas públicas o por compañías que dependen de una u otra manera de los Gobiernos, ya sea financieramente o por confluencia de intereses: el primer caso típico de los países productores, y el segundo, característico de las empresas petrolíferas en el mundo occidental, algunas total o parcialmente controladas por los Gobiernos que participan societariamente en ellas.* OLIER, Eduardo. *Geoeconomía: las claves de la economía global*. Madrid: Prentice Hall, 2011. Pág. 222.

³⁵ En 1994 Karla WHALEN señalaba que *a la luz del sorprendente e inesperado final de la Guerra Fría a través de la disolución de la Unión Soviética, la irrupción de la Comunidad Económica Europea, y el aumento de la hostilidad de Estados Unidos hacia Japón como resultado de la destreza económica japonesa, la noción teórica y práctica de “seguridad nacional” se define cada vez más en términos económicos que de poder militar. Como las circunstancias geopolíticas han evolucionado y ya las economías nacionales se han vuelto cada vez más integradas, la definición de la seguridad nacional se altera inevitablemente.* WHALEN, Karla D. *Exon-Florio and Open Investment: Are They at Odds in a World Where National Security no Longer Revolves Solely Around Military Might*. 17 *Suffolk Transnational Law Review*. 1994. Págs. 59-60.

Más recientemente, vid. entre otros MOSTAGHEL, Deborah M. *Dubai Ports World under Exon-Florio: A Threat to National Security or a Tempest in a Seaport?*, 70 *ALBANY Law Review*. (2007). Pág. 585.

³⁶ CARAYON, Bernard. *Patriotisme économique. De la guerre a la paix économique*. París: Editions du Rocher, 2005. Pág. Págs. 170 y 210

³⁷ MANOIR DE JUAYE, Thibault du. *Les robes noires dans la guerre économique*. Paris : Nouveau Monde Éditions, 2011. Pág. 193

*global que ha tenido y tendrá el Derecho norteamericano, es imprescindible —incluso para combatirlo o para competir con él— tener el máximo conocimiento de los entresijos de ese sistema jurídico y administrativo*³⁸.

Estas reflexiones son de plena aplicación a la materia que nos ocupa. Así lo ha advertido GEORVIEV, según el cual *las modificaciones y la posterior ejecución del marco regulatorio de la inversión extranjera en los Estados Unidos son seguidas de cerca por otros países y pueden marcar el tono del grado de apertura a esa inversión en el ámbito mundial*³⁹. Esta circunstancia constituye una manifestación más del poder suave que ejercen los Estados Unidos en el panorama jurídico y económico⁴⁰.

Pues bien, a estos planteamientos responde el presente trabajo de investigación tratando de adoptar un enfoque multidisciplinar, para paliar las deficiencias que ha denunciado CARAYON en el enfoque europeo⁴¹. Trataremos, por ello, de contextualizar nuestro análisis desde el punto de vista histórico y económico.

³⁸ BALLBÉ. Manuel. *El futuro del Derecho Administrativo en la Globalización: entre la americanización y la europeización*. Revista de Administración Pública. Nº 174. 2007. Pág. 244

³⁹ GEORGIEV, George Stephanov. *The Reformed CFIUS Regulatory Framework: Mediating Between Continued Openness to Foreign Investment and National Security*. Yale Journal on Regulation. Vol. 25. 2008. Pág. 130.

⁴⁰ Como advierte MANOIR DE JUAYE *poner en pie un orden jurídico, es comenzar, a menudo, por el derecho de los negocios y de los contratos. Cuando las reglas jurídicas de esos países retoman los instrumentos de derechos americano, será fácil para los hombres de negocios americanos intervenir en ese mercado. La inversión jurídica es rentable*. MANOIR DE JUAYE, Thibault du. *Les robes noires dans la guerre économique*. Paris : Nouveau Monde Éditions, 2011. Pág. 192

⁴¹ Para este autor *la situación es peor sin duda en la enseñanza superior donde prevalece la monodisciplinaria: el jurista ignora todo de los mercados y a menudo de los sistemas económicos extranjeros; el economista conoce mal las organizaciones financieras y comerciales multilaterales; los científicos no osan sospechar la existencia de métodos de falsificación y de captación de patentes. Frente a nosotros, muy al contrario, en los Estados Unidos o en Gran Bretaña y en casi todo lo demás, se observa una circulación continua de hombres, de financiaciones y de tecnologías entre las tres esferas: la de los poderes públicos, la de las empresas o la difusión de ideas en el seno de universidades, laboratorios o think tanks*. CARAYON, Bernard. *Patriotisme économique. De la guerre à la paix économique*. París: Editions du Rocher, 2005. Pág. 170-171.

En una primera parte de nuestra investigación examinamos la regulación norteamericana en materia de controles a la inversión extranjera por razones de seguridad nacional. Comenzaremos delimitando el marco conceptual de la inversión extranjera, aludiendo expresamente a los riesgos tanto políticos como de seguridad nacional que plantean. En segundo termino, analizaremos la evolución de la normativa de los Estados Unidos en el último siglo. A continuación estudiaremos la denominada enmienda Exon-Florio como marco normativo de la inversión extranjera y su control por motivos de seguridad nacional. Después haremos un estudio de su aplicación práctica, con especial referencia al mercado de las telecomunicaciones y el sector de la defensa. Para concluir haremos una valoración en conjunto del sistema, de las propuestas que la doctrina ha elaborado para mejorarlo y de su influencia en otros ordenamientos.

Ello nos dio pie a continuar la investigación analizando en la segunda parte el régimen de la inversión extranjera en la Unión Europea. Comenzaremos analizando los fundamentos jurídico-económicos del proyecto europeo y su relación con la seguridad nacional. En segundo término, nos detendremos en la incidencia de la libre circulación de capitales en el proceso de construcción europea. A continuación, estudiaremos la relación de la inversión extranjera con el Mercado Interior como instrumento de integración. En cuarto y quinto lugar prestaremos atención a las restricciones que se puede imponer a la inversión extranjera y sus eventuales justificaciones. En sexto término analizamos la forma en que el Tribunal de Justicia ha diseñado el test de proporcionalidad de esas restricciones. Por último, dedicaremos un apartado específico a la situación de los flujos de inversión extranjera procedente de terceros Estados.

La tercera parte de nuestra investigación viene motivada precisamente por la existencia de flujos de inversión procedentes no ya de terceros Estados, sino realizados por Estados, es decir, la participación de los Estados en los mercados de capitales. En un primer epígrafe analizaremos el fenómeno de los Estados como inversores y el surgimiento de los fondos soberanos de inversión. En segundo término, plantearemos la problemática asociada a los fondos soberanos de inversión. A continuación, trataremos de analizar el concepto de fondo soberano para, en cuarto lugar, discutir las posibles respuestas regulatorias a este fenómeno. Con este bagaje conceptual analizaremos la regulación que se ha hecho de los fondos soberanos tanto en los Estados Unidos como

la Unión Europea. Por último, haremos referencia a la regulación internacional en la materia, haciendo especial hincapié en los denominados Principios de Santiago.

Finalmente quiséramos hacer dos advertencias sobre el tratamiento que en aras de una mayor claridad hemos dado a las citas doctrinales. Por un lado, hemos optado por traducirlas nosotros mismos al castellano. Por otro lado, para facilitar su consulta, y teniendo en cuenta la eventual lectura de este trabajo en formato digital, hemos decidido incluir siempre la referencia completa.

2.- Inversión extranjera y seguridad nacional: su regulación en los Estados Unidos.

2.1.- Marco conceptual.

Las relaciones entre la inversión extranjera y la seguridad nacional son una cuestión delicada y compleja. Como ponen de manifiesto GRAHAM y MARCHICK al estudiar el régimen americano, el proceso ante el *Committee on Foreign Investment in the United States* (en adelante, CFIUS) se ha ido politizando progresivamente, ya que la naturaleza de la revisión prevista en la denominada enmienda Exon-Florio afecta a dos cuestiones altamente sensibles desde el punto de vista político, como son la propiedad extranjera de activos y la seguridad nacional⁴². Por ello, entendemos que el análisis jurídico de la regulación de la inversión extranjera directa precisa delimitar su concepto y cuál es la problemática económica y política que subyace en la misma.

2.1.1.- Concepto de inversión extranjera.

Desde el punto de vista jurídico, SORNARAJAH señala que *la inversión extranjera envuelve la transferencia de activos tangibles o intangibles de un país a otro con el propósito de usarla en ese país para generar riqueza bajo el control total o parcial del propietario de los activos*⁴³. Sin embargo, como han advertido GRAHAM Y KRUGMAN, el mismo concepto de inversión extranjera directa es conflictivo y

⁴² Señalan que *la misma naturaleza de una revisión Exon-Florio afecta a dos cuestiones políticas altamente sensibles: la propiedad extranjera sobre activos norteamericanos y la seguridad nacional. Cada una de estas cuestiones por separado puede atraer atención, y cuando se combinan, pueden producir una mezcla política incendiaria. Las compañías han buscado influir o politizar el proceso CFIUS para aumentar el coste, reabrir el proceso de ofertas, o promover intereses comerciales sin relación con la seguridad nacional.* GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. U.S. National Security and Foreign Direct Investment. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. XX.

⁴³ SORNARAJAH, Muthucumaraswamy. *The International Law on Foreign Investment*. 3ª Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. Pág. 8

formalmente la definen como *la propiedad de activos de un país por parte de residentes de otro con el propósito de controlar esos activos*⁴⁴.

Conjugando ambas definiciones, podemos concluir que el concepto de inversión extranjera directa se articula en torno a tres elementos: un elemento subjetivo de extranjería; un elemento teleológico referente al control y un elemento objetivo relativo a los activos sobre los que recae dicho control. Sin embargo, ninguno de estos tres elementos está exento de dificultades conceptuales.

Ya el primer elemento, es decir, la condición de extranjero presenta una enorme complejidad. Si tenemos en cuenta que una de las notas del sistema capitalista es la canalización de las inversiones a través de personas jurídicas, no resulta sencillo determinar cuál es la nacionalidad de la misma. Desde un punto de vista económico se debe atender a criterios materiales, por lo que el elemento formal de la constitución no puede ser definitivo⁴⁵. Ahora bien, tampoco la titularidad del capital es un elemento esclarecedor, pues en la mayoría de los casos nos encontraríamos con inversores institucionales, es decir, nuevamente ante personas jurídicas.

Tampoco el elemento teleológico está exento de dificultades. Los economistas distinguen entre inversión extranjera directa e inversión de cartera. La diferencia entre uno y otro tipo de inversión extranjera radica en que, mientras que la inversión directa implica un control real sobre el activo objeto de la misma, la inversión de cartera únicamente tiene como objetivo la obtención de rentabilidad sin ejercer facultades decisorias. Por tanto en la práctica no resulta sencillo delimitar una y otra, tal y como ha señalado desde del Derecho Internacional Público en materia de protección de

⁴⁴ GRAHAM, Edward M. y KRUGMAN, Paul R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 7.

⁴⁵ Así señalan GRAHAM Y KRUGMAN, *la inversión extranjera directa se define formalmente como la propiedad de activos en un país por residentes de otro con el propósito de controlar el uso de sus activos. En la mayoría de los casos, sin embargo, el “residente” extranjero es una firma –una persona jurídica y no una persona física. Esto plantea la cuestión de dónde reside una firma que produce en más de un país, y de hecho si esa firma puede tener en sentido propio una nacionalidad.* GRAHAM, Edward M. y KRUGMAN, Paul R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 8.

inversiones SORNARAJAH⁴⁶. De hecho, la proliferación en los últimos años de los llamados Fondos Soberanos de Inversión, es decir, de fondos de inversión controlados directa o indirectamente por Estados ha supuesto un desafío para la concepción tradicional. La posibilidad de que estos fondos, a pesar de su naturaleza meramente inversora, puedan actuar en atención a criterios estratégicos y no financieros ha puesto en entredicho la aproximación regulatoria respecto a la inversión de cartera.

Desde un punto de vista conceptual los intentos de objetivizar la noción de control en función del capital controlado plantea, como señalan GRAHAM Y KRUGMAN, la dificultad delimitar cuál es el umbral que se debe tomar como referencia⁴⁷. Estos autores señalan que el Departamento de Comercio de los Estados Unidos maneja como referencia el 10% del capital y, aunque reconocen que es arbitrario, reflejaría a su juicio una capacidad real de decisión en la empresa. No obstante, como veremos al analizar la evolución del marco normativo en los Estados Unidos el criterio legal ha estado sometido a numerosas variaciones en función de la normativa de que se tratara.

En tercer lugar, debemos aludir al elemento objetivo, es decir, los activos sobre los que recae la inversión. La mayoría de la bibliografía jurídica suele centrarse en el análisis de la Enmienda Exon-Florio que, como veremos, se refiere a la toma de control de empresas. Sin embargo, un análisis tanto de los antecedentes históricos como de la situación actual pone de manifiesto que esta perspectiva es en exceso reduccionista.

En su manual SORNARAJAH efectúa un análisis de la evolución del término inversión que a estos efectos presenta sumo interés⁴⁸. Según indica este autor el concepto de inversión en Derecho Internacional Público se articuló en torno a la protección jurídica que el Estado de origen podía ejercer respecto de sus nacionales en materia de reclamaciones internacionales. En un principio, el origen de la regulación

⁴⁶ SORNARAJAH, Muthucumaraswamy. *The International Law on Foreign Investment*. 3ª Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. Pág. 9.

⁴⁷ GRAHAM, Edward M. y KRUGMAN, Paul R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 9.

⁴⁸ SORNARAJAH, Muthucumaraswamy. *The International Law on Foreign Investment*. 3ª Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. Págs. 11 y ss.

internacional en materia de inversiones obedecía a la obligación internacional de proteger al extranjero y sus propiedades físicas y la responsabilidad en caso de incumplimiento.

Desde esta noción se ha experimentando una ampliación y espiritualización del concepto de inversión para incluir activos intangibles. En un primer momento, se incluyen los derechos contractuales con la salvedad de las inversiones de cartera, que quedarían excluidas⁴⁹. En una siguiente fase se incluyeron los derechos de propiedad intelectual e industrial y, por último, los derechos del inversor de carácter administrativo (contractual, concesional, etc.) frente al Estado de acogida. Ello pone de manifiesto a los efectos de nuestro estudio que lo importante no es el activo sobre el que recae la inversión, sino el hecho de que la titularidad del mismo implica la entrada del inversor como agente en la economía del receptor. Es decir, el inversor extranjero queda integrado en la situación interna política y económica como un actor más.

2.1.2.- Aspectos económicos de la inversión extranjera.

El fomento de la inversión extranjera directa es una manifestación de la lógica competitiva de la globalización económica. La inversión extranjera directa entre países desarrollados transfiere tecnologías y técnicas de gestión, así como genera presiones competitivas y de imitación que benefician a todos los países afectados. Ahora bien, podemos reseñar, siguiendo el análisis que hacen GRAHAM y KRUGMAN para los Estados Unidos, que las políticas neoliberales aplicadas a partir de los años 80 del siglo pasado no pueden considerarse de fomento de la inversión extranjera en sentido propio. Más bien suponen una política de neutralidad frente a la inversión extranjera dejando que sea el mercado el que actúe, es decir, se levantan las barreras que tradicionalmente

⁴⁹ El exponente de esta exclusión es, precisamente, el caso de la Barcelona Traction y éste es el sentido que le da SORNARAJAH. Ahora bien, cuando la inversión no es estrictamente de cartera se aprecia en los distintos instrumentos internacionales una tendencia a conceder protección internacional. Sin embargo, algunos autores ven esta evolución como una eliminación de los efectos jurídicos que pudiera tener la distinción entre inversión extranjera directa e inversión de cartera. Vid. SORNARAJAH, Muthucumaraswamy. *The International Law on Foreign Investment*. 3ª Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. Pág. 9.

se habían establecido⁵⁰.

La libre circulación de capitales es uno de los principios que se han consolidado en el ámbito de las organizaciones internacionales. Los Estados Unidos han hecho un considerable esfuerzo diplomático para consolidar esta política en diversos foros. Así podemos aludir a los acuerdos alcanzados en el marco de la OCDE; el Acuerdo de Libre Comercio con Canadá; el Acuerdo de Libre Comercio para Norteamérica (NAFTA) y la Organización Mundial del Comercio⁵¹. Dejando al margen el ámbito de influencia directa, podemos destacar que también el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea consagra este principio⁵².

Esta clase de política descansa en dos principios que son el derecho de establecimiento y el tratamiento como nacional. Es decir, la empresa extranjera no debe encontrarse mayores obstáculos que la nacional y no debe recibir ningún trato positivo o negativo respecto a las situaciones de las empresas nacionales. GRAHAM Y KRUGMAN siguiendo estos planteamientos destacan que los beneficios potenciales de la inversión se pueden dividir en beneficios convencionales propios de la integración y, junto a ellos, las externalidades que generan en el conjunto de la economía, es decir, no sólo en los sujetos de la inversión⁵³.

Respecto de los primeros, estos autores destacan tres fuentes de beneficios. En primer lugar, se refieren a la ventaja competitiva a través de la especialización; los países presentarían caracteres diversos y el comercio les permite especializarse y sacar el máximo provecho a esas diferencias. En el segundo beneficio viene motivado por la obtención de economías de escala, esto es, al producir una menor variedad de productos

⁵⁰ GRAHAM, Edward M. y KRUGMAN, Paul R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 122.

⁵¹ Vid. GRAHAM, Edward M. y KRUGMAN, Paul R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Págs. 134-140 y ALVAREZ, José E. *Political Protectionism and United States International Investment Obligations in conflict: The Hazards of Exon-Florio*. Virginia Journal of International Law. Vol. 30:1. 1989. Págs. 16 y ss.

⁵² Art. 63 TFUE. Sobre esta cuestión profundizaremos en el segundo capítulo.

⁵³ GRAHAM, Edward M. y KRUGMAN, Paul R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Págs. 57 y ss.

se puede alcanzar una mayor y más eficiente escala de producción. Finalmente, se fomentaría la competencia reduciendo el poder monopolístico de las grandes compañías. En lo que se refiere a las externalidades que se generarían para la economía nacional en su conjunto son muy diversas. Se suele aludir a la formación de trabajadores y a la introducción de nuevas tecnologías que pueden ser imitadas.

En cuanto al mercado de trabajo, según indican GRAHAM y KRUGMAN en términos de trabajadores el impacto de la inversión extranjera directa suele ser neutro, al menos en la economía americana⁵⁴. Ahora bien, los efectos principales de la inversión extranjera son de carácter cualitativo. De acuerdo con GRAHAM y MARCHNICK, existe evidencia de que la inversión extranjera directa crea buenos trabajos en Estados Unidos y a buenos salarios. Por ello concluyen que *los salarios pagados por las filiales extranjeras tienden a estar en la parte alta de la escala del sector en el que se realiza la inversión, particularmente en la fabricación*⁵⁵.

Por lo que se refiere a la introducción de nuevas tecnologías, lo esencial no es que se introduzcan productos novedosos en el mercado interno. Lo determinante es la realización de actividades de investigación y desarrollo y lo que se conoce como efecto sede. Es decir, el hecho de que los inversores extranjeros realicen actividades de investigación en territorio nacional es una fuente adicional de beneficios para la economía en su conjunto. Los economistas vienen señalando que desde este punto de vista las externalidades que generan las concentraciones geográficas de actividades de I+D. Según GRAHAM y MARCHICK, los inversores extranjeros tienden a seguir este patrón por lo que han reforzado el output de estos conglomerados de investigación⁵⁶.

2.1.3.- Riesgos inherentes a la inversión extranjera directa.

Aun cuando esas ventajas son ciertas, no por ello debe dejar de advertirse que

⁵⁴ GRAHAM, Edward M. y KRUGMAN, Paul R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 61.

⁵⁵ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 83.

⁵⁶ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 85.

una economía plenamente abierta al exterior presenta también serios riesgos. Un análisis estrictamente económico, basado en mera eficiencia cuantitativa, impide aprehender en su conjunto la realidad subyacente a los procesos económicos. Como ha advertido Bertrand RUSSELL *la economía, como ciencia separada, es irreal y engañosa si se la toma como una guía práctica. Es un elemento –un elemento muy importante, es verdad- en un estudio más amplio: la ciencia del poder*⁵⁷.

La noción de que la inversión extranjera tiene efectos potencialmente negativos en el país anfitrión y que los mismos no son percibidos por un análisis estrictamente económico no es novedosa. Si bien en los últimos años se ha producido una revitalización de este planteamiento, lo cierto es que el mismo ya se formuló con ocasión de la crisis que puso fin al anterior proceso de internacionalización económica. Tras la I Guerra Mundial y la crisis de 1929, fue el propio KEYNES, hasta entonces defensor del libre cambio, quien advirtió de los peligros que entrañaba para la paz mundial la aplicación indiscriminada de los principios del libre comercio en el ámbito internacional.

A esta cuestión dedica un trabajo que apareció publicado en un trabajo publicado en *The Yale Review* bajo el título *National Self-Sufficiency*⁵⁸. La cita es larga pero resulta muy reveladora respecto de los peligros potenciales de la presencia extranjera en la economía nacional. Así, el economista británico indicaba que

Somos hoy pacifistas con tal fuerza de convicción, que si el internacionalista puede conquistar este punto, pronto recobraría nuestro apoyo. Pero no parece obvio que una gran concentración de esfuerzo nacional para la conquista del comercio exterior, que la penetración de la estructura económica de un país por la influencia y los recursos de los capitalistas extranjeros, y que una estrecha dependencia de nuestra vida económica de las fluctuantes políticas económicas de países extranjeros, sean salvaguardas y seguridades de paz internacional.

⁵⁷ RUSSELL, Bertrand. *El poder. Un nuevo análisis social*. RBA. Barcelona: 2010. Pág. 126.

⁵⁸ KEYNES, John Maynard. *National Self-Sufficiency*. *The Yale Review*. Vol. 22, nº. 4 (June 1933), pp. 755-769

Es más fácil, a la luz de la experiencia y de la previsión, sostener lo contrario. La protección de los intereses que un país tiene en el extranjero, la conquista de nuevos mercados, el progreso del imperialismo económico, es una parte, apenas evitable, de un plan de cosas que aspira al máximo de especialización internacional y al máximo de difusión geográfica del capital, dondequiera que radique el derecho de propiedad. Puede ser más fácil llevar a cabo una política doméstica aconsejable, si, por ejemplo, puede descartarse el fenómeno conocido como “huída de capital”. El divorcio entre el derecho de propiedad y la verdadera responsabilidad de su manejo, es cosa seria en un país cuando, como resultado de sociedades por acciones, la propiedad se divide entre innumerables individuos que compran hoy de acuerdo con sus intereses, y venden mañana, y carecen absolutamente tanto de conocimiento como de responsabilidad de lo que momentáneamente poseen. Pero cuando el mismo principio se aplica internacionalmente, es intolerable en tiempo de depresión. No tengo ante nadie la responsabilidad de lo que poseo y los que manejan lo que poseo no tienen responsabilidad ante mí. Puede haber cálculos financieros que demuestren la ventaja de que mis ahorros se inviertan en cualquier parte del globo habitable que ofrezca la mayor eficiencia marginal del capital o la más alta tasa de interés; pero cada vez hay más experiencias de que la separación entre la propiedad y su manejo es un mal en las relaciones entre los hombres, y que muy probable o seguramente, lleva a la larga a tirantéz y enemistades que reducen a nada los cálculos financieros.

Simpatizo, en consecuencia, con aquellos que quisieran reducir al mínimo, más bien que con aquellos que trataran de aumentar al máximo la trabazón entre las naciones. Las ideas y el conocimiento, el arte, la hospitalidad, los viajes, estas son las cosas que deberían, por su naturaleza, ser internacionales. Pero dejad que los artículos sean hechos en casa, siempre que sea razonable y convenientemente posible; y sobre todo, dejad que las finanzas sean antes que nada nacionales. Pero, al mismo tiempo, los que se ocupan en desembarazar a un país de sus trabazones deben ser lo más lentos y cuidadosos. No es un asunto de romper raíces, sino de entrenar lentamente una planta para que crezca en una dirección diferente. Por estas poderosas razones, estoy inclinado a creer, en consecuencia, que, después que se haya efectuado la transición, una auto-suficiencia nacional y un aislamiento económico entre países en mayor medida que la que existía en 1914 puede, mejor que ninguna otra cosa, servir la causa de la paz. En todo caso, la época del internacionalismo económico no tuvo especial

*éxito en evitar la guerra y, si sus partidarios responden que la imperfección de su dominio nunca le dio una buena oportunidad, es razonable suponer que un mayor éxito es muy poco probable en los años venideros*⁵⁹.

En este análisis KEYNES plantea con rigor los peligros que entraña la inversión exterior para los intereses y la seguridad de la nación que la recibe. En la misma línea, en 1968 SERVAN-SCHREIBER advertía que *es una regla de carácter histórico: cuando un país es política y económicamente, el más fuerte, prefiere las inversiones directas (toma de control) en otros países. De esta manera emigraron antaño a África los capitales europeos, no con fines de colocación, sino para ejercer el poder económico y explotar los recursos locales. Por el contrario, los países económicamente débiles, siguiendo una ley clásica, ven emigrar al extranjero sus ahorros líquidos en forma de colocaciones de dinero en países más fuertes. Es lo que actualmente ocurre con los titulares de rentas más elevadas en los países subdesarrollados de África, con relación a Europa*⁶⁰.

La presencia de inversión extranjera en una economía junto a los indudables beneficios económicos que produce, genera a la vez un entramado de conflictos de intereses que muchas veces los analistas, movidos acaso por un entusiasmo cuantitativo, no han querido apreciar en su conjunto. En esta línea de planteamiento, GRAHAM y KRUGMAN en su trabajo analizan los riesgos no económicos asociados a la inversión extranjera distinguiendo entre los efectos políticos y las preocupaciones relativas a la seguridad nacional.

2.1.4- Riesgos políticos inherentes a la inversión extranjera.

En cuanto a los riesgos políticos, estos autores ponen de manifiesto que la presencia de empresas extranjeras puede distorsionar los procesos políticos del país

⁵⁹ Citamos por la versión en español que apareció publicada en el Volumen 1 N° 2 de *El Trimestre Económico* en México en 1934.

⁶⁰ SERVAN-SCHREIBER, Jean-Jacques. *El desafío americano*. Barcelona: Plaza y Janés, 1968. Pág. 28

receptor⁶¹. Para ello destacan tres aspectos diversos: la incidencia de la titularidad extranjera de los factores de producción en la política económica; la influencia política de las empresas extranjeras y, por último, la incidencia real de la presencia extranjera.

El primero de los aspectos tiene un contenido marcadamente económico, por cuanto pone de manifiesto que los efectos de las políticas económicas se verán condicionados por la presencia de titularidad extranjera. De acuerdo con su razonamiento, las políticas que alteran la distribución de renta benefician también a los factores extranjeros, por lo que suponen un coste para la economía nacional en su conjunto. Así, el coste de una medida política (subsidios, desregulaciones, etc.) puede ser mayor desde el punto de vista nacional en la medida en que los principales beneficiarios sean extranjeros. Además, la entrada de capital extranjero como respuesta a las medidas adoptadas en atención a la mayor rentabilidad que pueden obtener, rentabilidad que puede superar el importe de su contribución a la economía nacional. Por último, la presencia de factores extranjeros supone que pueden tratar de influir en el proceso de adopción de decisiones, con el fin de aumentar sus beneficios en detrimento de la economía nacional en su conjunto.

Ello nos lleva a plantearnos el segundo de los aspectos, es decir, el relativo a la influencia de las empresas extranjeras en la política nacional. Este planteamiento obedece al hecho de que se percibe que las multinacionales detentan un poder mayor que el de los grupos de intereses nacionales. Esta percepción está favorecida por la desproporción entre el tamaño de las grandes multinacionales y las empresas locales y la idea de que las grandes empresas de los países desarrollados comparten intereses con sus gobiernos. En el caso de los Estados Unidos, GRAHAM y KRUGMAN ponen de manifiesto que las multinacionales extranjeras no difieren sustancialmente en tamaño de los grandes grupos de intereses americanos. Sin embargo, el problema no deja de existir, sino que se plantea respecto a si su influencia pueda acarrear una distribución de ingresos no querida fuera de los Estados Unidos.

Esta actuación política puede presentar diversas formas, dejando al margen la

⁶¹ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Págs. 85 y ss.

posibilidad de corromper directamente a los dirigentes políticos. Esta influencia puede dirigirse bien a los votantes directamente, bien a los gobiernos locales. En el primer caso, resulta evidente que de una manera u otra se puede crear estados de opinión para fomentar el voto en uno u otro sentido. El ejemplo más claro se daría cuando la filial extranjera esté efectivamente instalada y sus trabajadores, proveedores y demás interesados vean mediatizado su voto.

En el caso de la influencia en los gobiernos locales, resulta claro que el desembolso de una gran inversión en su territorio puede resultar atractivo para el territorio en cuestión. Ello genera presiones competitivas entre los gobiernos locales que, en última instancia, pueden redundar en costes para el conjunto del país. Ese fenómeno ya fue puesto de manifiesto por ÁLVAREZ al analizar la aprobación de la enmienda Exon-Florio, cuando advirtió que su aprobación *afecta a las relaciones entre los estados y el gobierno federal*⁶².

Este fenómeno resulta de complejo entendimiento para la mentalidad continental, pero teniendo en cuenta el sistema de soberanía dual propio del constitucionalismo americano⁶³, resulta indudable que es un foco de conflictos. Ello nos lleva al tercer factor, que se refiere a la cuantificación de la incidencia real de estos fenómenos, partiendo de una concepción realista de los defectos del sistema político. La realidad demuestra que en muchas ocasiones las medidas de política microeconómica obedecen a planteamientos particulares que generan ineficiencia para el conjunto. Por ello, de cara a adoptar medidas que mitiguen las asimetrías entre las distintas naciones, abogan por delimitar un marco internacional homogéneo.

2.1.5.- Aspectos referentes a la seguridad nacional.

GRAHAM Y KRUGMAN advierten que uno de los problemas más complejos que plantea la presencia de inversión extranjera, más concretamente de multinacionales,

⁶² ALVAREZ, José E. *Political Protectionism and United States International Investment Obligations in conflict: The Hazards of Exon-Florio*. Virginia Journal of International Law. Vol. 30:1. 1989Pág. 157.

⁶³ Vid. BALLBÉ, Manuel y MARTÍNEZ, Roser. *Soberanía dual y constitución integradora*. 2ª Reimpresión. Barcelona: Ariel, 2009. Págs. 174 y ss.

es el relativo a la seguridad a nacional⁶⁴. La desintegración del bloque comunista, lejos de simplificar estos problemas, ha dado pie a que surjan con una mayor complejidad. Ciertamente, la aproximación tradicional a la cuestión se ha hecho partiendo de la premisa de que existe un conflicto directo entre estados, situación que no se da en la actualidad. Por ello, una de las apreciaciones más importantes de estos autores fue la de destacar que los problemas vinculados a la seguridad nacional se dan en dos situaciones distintas. Por un lado, nos encontramos las situaciones de conflicto bélico abierto, situación improbable en la actualidad. Por otro, en el presente los riesgos se pueden dar en el caso de países incluso aliados pero en los que la inversión extranjera puede poner en peligro la capacidad de defensa de la nación. Éste último es el supuesto que se puede dar con más frecuencia en el presente.

El planteamiento GRAHAM Y KRUGMAN es, a nuestro juicio, sumamente acertado. Si bien estos autores no llegan a agotarlo hasta sus últimas consecuencias, lo cierto es que pone de manifiesto cómo los problemas regulatorios que plantea la inversión extranjera están claramente condicionados por la posición geopolítica y geoeconómica del país receptor. Su planteamiento resulta, además, sumamente ilustrativo pues partiendo de una situación de conflicto armado pueden identificarse claramente cuáles son las claves de los riesgos asociados a la inversión extranjera. De esta manera se puede percibir con cierto rigor conceptual cuáles son los elementos clave de los que se debe partir para regular las implicaciones de seguridad nacional de la inversión extranjera.

En caso de conflicto militar o emergencia nacional GRAHAM Y KRUGMAN destacan que son dos los factores que se deben tener en cuenta. En primer lugar, debe examinarse la posibilidad de que las filiales extranjeras actúen como agentes para reducir la capacidad bélica del país receptor, es decir, que operen como una “quinta columna”⁶⁵. En segundo término, es preciso hacer referencia a los efectos que puede tener la ruptura de los lazos entre la filial y la matriz para el esfuerzo bélico del país

⁶⁴ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 95.

⁶⁵ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Págs. 98 y ss.

receptor⁶⁶.

La referencia a la posibilidad de que las filiales extranjeras se empleen como “quinta columna” va más allá del espionaje abierto y los actos directamente hostiles. Los riesgos vinculados a la actuación como agente del país de origen pueden concretarse en la filtración de información sensible no clasificada, o la reducción de la capacidad y calidad de la producción de material necesario para el esfuerzo bélico. Junto a estos riesgos, GRAHAM Y KRUGMAN incluyen el que denominan “quinta columna involuntaria”⁶⁷, que se encuentra vinculado con los efectos políticos a que hemos hecho referencia. Por ejemplo, la presencia de filiales extranjeras puede dar lugar inevitablemente circunscripciones políticas que pueden influir en la política nacional a favor del país de origen en la filial.

Aunque las filiales no actuasen como quinta columna, en caso de conflicto se produciría una ruptura de los vínculos de gestión con el país de origen, lo que también constituye un foco de riesgos. GRAHAM Y KRUGMAN se refieren al hecho de que el aislamiento respecto de la matriz pueda comprometer la capacidad de producción de las filiales. A este respecto, tras analizar la situación histórica de la Primera y la Segunda Guerra Mundial, estos autores reconocen que no es posible llegar a una conclusión definitiva. Es cierto que la ruptura de vínculos con la matriz puede suponer perder el acceso a ciertas tecnologías y al know-how de la matriz. Ahora bien, es preciso reconocer que si no hubiese existido inversión extranjera directa, no podría haber transferencia de tecnología al país receptor.

Pues bien, de estos planteamientos se pueden extraer dos conclusiones totalmente distintas. Por un lado, puede mantenerse que las tecnologías militares esenciales deben residenciarse en la propia economía y en manos de firmas nacionales, aunque sea a costa de cierta ineficiencia económica. Una interpretación menos extrema sería la de impedir que el país sea dependiente de una tecnología vital en manos extranjeras y adoptar medidas al respecto (p.e. el otorgamiento obligatorio de licencia

⁶⁶ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Págs. 103 y ss.

⁶⁷ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 110.

de patentes para operar en territorio nacional).

Este planteamiento nos lleva a la otra conclusión, que sería la de exigir que se efectúe inversión directa como condición para operar en el mercado nacional. Aun cuando la dependencia sea inevitable, se trataría de maximizar los intereses extranjeros en territorio nacional como paliativo de las posibles tensiones. Además, así se garantizaría en cierto modo el acceso a la tecnología en el caso de ruptura de vínculos con el país de origen. Como razonan GRAHAM y MARCHICK, *desde una perspectiva de seguridad nacional, también importa en algunas circunstancias dónde tiene lugar la I+D, porque si estallan hostilidades y se rompen las conexiones entre las organizaciones integrantes de una gran multinacional, puede ser importante acceder a su capacidad de I+D. Ese acceso se encuentra mejor asegurado, por supuesto, si esas capacidades se encuentran en los Estados Unidos y no en el extranjero*⁶⁸.

Los problemas asociados a la filtración de información a través de las filiales extranjeras y a la dependencia de la matriz son la clave de los conflictos asociados a la inversión extranjera. En cuanto al primer problema, resulta incuestionable que las filiales extranjeras pueden filtrar información sobre tecnologías que por exigencias de seguridad nacional no pueden salir al extranjero⁶⁹. En cuanto al segundo, se trata de un riesgo inevitable frente al cual el estado receptor únicamente puede adoptar medidas para minimizar sus efectos. Esta situación de conflicto puede producirse, como recuerdan GRAHAM Y KRUGMAN⁷⁰, respecto a países aliados en el caso de ciertas tensiones de las que existen diversos ejemplos.

Por consiguiente, la clave a la hora de abordar la regulación de la inversión extranjera es hasta qué punto las filiales extranjeras pueden ser consideradas como las empresas nacionales en lo que a seguridad nacional se refiere. GRAHAM Y

⁶⁸ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 85.

⁶⁹ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Op. Cit. Pág. 111.

⁷⁰ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 97 y 111 y ss.

KRUGMAN⁷¹ mantienen que para responder a este interrogante deben examinarse dos cuestiones. Por una parte, si existen actividades que bajo ningún concepto pueden estar bajo control extranjero. Por otra, si la inversión extranjera reduce los recursos sobre los que desarrollar la capacidad defensiva de la nación, es decir, lo que se denomina la base industrial de la defensa.

En lo referente a la posibilidad de que ciertas actividades (señaladamente las vinculadas a actividades militares), puedan estar bajo control extranjero, existe en Estados Unidos una arraigada conciencia tanto en el Gobierno como en la opinión pública en contra de esta posibilidad⁷². Esta preocupación no sólo disminuyó con el fin de la Guerra Fría, sino que se incrementó. En la actualidad, tras los atentados del 11 de septiembre, la corriente de opinión es aún si cabe más fuerte⁷³. Existe una regla no escrita en virtud de la cual los contratistas en materia de defensa deben ser americanos. Existen excepciones, pero normalmente aparecen vinculadas a empresas británicas o canadienses con un historial largo y acreditado.

En relación con esta circunstancia, GRAHAM y MARCHICK ofrecen dos criterios que pueden servir como guía a la hora de determinar cuándo una actividad debe mantenerse bajo control nacional⁷⁴. En primer lugar, debe estarse a la importancia desde el punto de vista militar de la actividad. En segundo término, es preciso examinar las fuentes alternativas de suministro y el tiempo necesario para desarrollarlas. En cualquier caso, la clave debe ser que un país no puede estar en posición de dependencia de una potencia extranjera, ni siquiera a través de filiales extranjeras establecidas en territorio nacional, en cuanto al suministro de bienes o tecnologías respecto de las que dicha

⁷¹ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 112.

⁷² GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 112.

⁷³ Sobre esta cuestión vid. FENTON, Christopher R. *U.S. Policy Towards Foreign Direct Investment Post-September 11: Exon-Florio in the Age of Transnational Security*. *Columbia Journal of Transnational Law*. Vol. 41, Nº 1, 2002, págs. 195-250.

⁷⁴ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 114.

potencia está en condiciones de monopolizar⁷⁵.

Por lo que se refiere a la capacidad defensiva de la nación, desde hace unos veinte años se viene denunciando en los Estados Unidos que se ha producido una erosión de la base industrial de la defensa. La base industrial de la defensa se puede definir como los activos industriales de especial importancia para la producción de bienes y servicios de las Fuerzas Armadas. No está claro si el aumento de la inversión extranjera directa es una causa o un síntoma de esa erosión. En cualquier caso, podemos destacar con GRAHAM y KRUGMAN tres factores que explicarían este fenómeno:

1) La dificultad de las empresas nacionales para mantener los niveles de gasto de capital necesarios para mantener una posición de bajo coste en la producción de bienes críticos.

2) La incapacidad de los Estados Unidos para llegar a un consenso en los standards de producción, a fin de alcanzar economías de escala.

3) La incapacidad del gobierno para detectar que los usos no militares de algunos bienes de alta tecnología pueden suponer la mayoría de los ingresos para sus productores.

En cualquier caso, es un hecho que en determinados supuestos un país puede precisar del suministro por parte de empresas extranjeras. Por ello, se plantea cuáles son las alternativas que se pueden seguir para paliar los riesgos que pueda crear la presencia extranjera en la industria de la defensa. En los Estados Unidos se han adoptado dos tipos de medidas: o bien la filial extranjera suscribe un *special security arrangement*, o bien su capital debe depositarse en un *trust* sin derecho a voto. Además, los puestos clave (consejo de administración y directivos) deben ser ocupados por ciudadanos americanos. Por tanto, se limitan las posibilidades de control del inversor extranjero que pasa a ser un inversor pasivo, o de cartera.

⁷⁵ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Op. Cit. Pág. 111.

Estos planteamientos surgen en un contexto histórico muy determinado, en el que los Estados Unidos ejercían un papel hegemónico en el desarrollo tecnológico. Se trata de proteger los intereses defensivos de la nación frente a filtraciones al exterior. Sin embargo, en el contexto actual los problemas pueden presentarse bajo otras formas. Concretamente, nos referimos al supuesto en que la matriz, a instancias de su gobierno, pueda acordar que no se emplee una patente en el país receptor.

Estas reflexiones elaboradas al socaire de los problemas vinculados al sector de la defensa ponen de manifiesto cuál es el verdadero problema de la inversión extranjera directa en un país. La cuestión es determinar hasta qué punto las filiales extranjeras actúan según la lógica de mercado y hasta qué punto actúan bajo la presión de su gobierno como agentes de éste. No en vano, como acertadamente señalan COHEN Y BRADFORD DELONG la inversión extranjera es uno de los instrumentos más eficaces de poder blando en el panorama económico⁷⁶.

En esta línea GRAHAM y KRUGMAN advierte que precisamente los Estados Unidos son un claro ejemplo de que sus multinacionales son sometidas a presiones del

⁷⁶ Analizando la posición de los Estados Unidos en el panorama mundial estos autores señalan que *cuando tienes el dinero –y eres una nación grande económicamente y culturalmente vital– recibes algo más que un estándar de vida más alto para tus ciudadanos. Consigues poder e influencia, y una capacidad reforzada para actuar. Cuando el dinero se acaba, puedes mantener el nivel del estándar de vida de tus ciudadanos durante un tiempo considerable (mientras otros estén dispuestos a mantener tu creciente deuda y mientras se acumulan los pagos de intereses). Pero pierdes poder, especialmente el poder para ignorar a los otros, bastante rápido –aunque afortunadamente, en silencio, de manera no conflictiva. Y pierdes influencia –la capacidad para que tus deseos, ideas y costumbres se acepten voluntariamente, se copien ansiosamente, y se absorban en la vida cotidiana de otros. Y como con la buena educación, esperas que cuando esto pase, esas ideas se hayan integrado tan intensamente que se hayan vuelto parte de lo que es normal y corriente en el extranjero al igual que en casa; pero a veces, por supuesto, esto no es así. En cualquier caso, el final es inevitable: debes volverte, debes reconocer que te has vuelto, y debes actuar como un país normal. Para América esto será un shock: América no ha sido un país normal durante un largo, largo tiempo.* COHEN, Stephen S. y BRADFORD DELONG, J. *The End of Influence: What Happens When Other Countries Have the Money*. Basic Books. Nueva York: 2010. Págs. 2-3.

gobierno para actuar conforme al interés nacional⁷⁷. Lo hicieron, por ejemplo, a finales de los 60 del siglo pasado al suspender la transferencia de ciertas tecnologías al gobierno francés como medio de presión para que cambiara su postura respecto de la guerra de Vietnam⁷⁸. También sucedió en los años 80, cuando tras la declaración de la ley marcial en Polonia, el Presidente Reagan emitió una orden unilateral y retroactiva para que las matrices de Dresser y General Electric cancelaran sus contratos para suministrar estaciones de bombeo de alto rendimiento para los gaseoductos que se estaban construyendo en colaboración con sus filiales en Europa⁷⁹.

Éste era también el elemento que permite explicar la preocupación suscitada por la inversión japonesa en los 80 y por las inversiones chinas y de los países del Golfo en el siglo XXI. Las empresas japonesas presentaban diferencias estructurales que hacían dudar de que se comportaran conforme a una lógica estrictamente empresarial. No se trata sólo de las peculiaridades derivadas de su integración en *keiretsu* y los especiales vínculos con sus empleados. Existía la convicción de que las empresas japonesas solían ser proclives a actuar a instancias del gobierno para servir el interés nacional aun a costa del beneficio empresarial⁸⁰.

De igual modo, este elemento es clave para justificar los problemas que en la actualidad presenta la inversión china en los Estados Unidos. Como ponen de manifiesto GRAHAM y MARCHICK, *para China, la cuestión del control estatal puede ser particularmente complicada*⁸¹. De entrada la información de las sociedades cotizadas en China es sumamente opaca, lo que dificulta determinar quién tiene el control real de las mismas. En segundo lugar, la distribución del capital en las empresas

⁷⁷ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 140.

⁷⁸ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 97.

⁷⁹ MORAN, Theodore H. *Three threats: an analytical framework for the CFIUS process*. Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2009. Pág. 8

⁸⁰ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 77.

⁸¹ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 105.

obedece a un sistema muy peculiar en virtud del cual hay tres clases de acciones en las compañías privatizadas: las estatales, las de personas legales y las individuales. Las primeras pertenecen al Estado y las segundas a personas jurídicas y ninguna de las dos son negociables. Por último, además de la titularidad del capital, el Partido Comunista tienen una influencia muy poderosa en la composición de los consejos de administración y equipos directivos. Esta situación hace que los temores de que las empresas chinas no sigan lógicas estrictamente empresariales tengan un sólido fundamento. Sin embargo, el problema del control gubernamental, como advierten MARCHIK y LARSON, no puede abordarse de una manera general, sino caso a caso⁸².

En conclusión, la solución a estas cuestiones no es sencilla, ya que el aislamiento frente a la competencia exterior no está exento de riesgos. En muchos casos, la apelación a la seguridad nacional para impedir la presencia extranjera puede responder a presiones estrictamente empresariales que traten de establecer una política proteccionista. De esta manera, se puede impedir de esta manera que el gobierno pueda acceder a tecnología puntera que está en manos extranjeras. El problema es, como hemos dicho el grado de dependencia respecto de esa tecnología extranjera y sólo se puede afrontar desde un punto de vista pragmático.

En efecto, según GRAHAM y KRUGMAN⁸³, es mejor tener filiales extranjeras que produzcan en territorio nacional que efectuar operaciones de compra en el exterior. Es más, como acertadamente apuntan MARCHICK y LARSON, ello no sólo obedece a razones de economía real, sino también financieras. Indican estos autores que *en un período de grandes déficits por cuenta corriente, mantener un balance saludable de inversión extranjera en activos físicos, por contraposición a los líquidos, también es beneficioso para los Estados Unidos. Siempre existe el riesgo de que de grandes cantidades de activos líquidos en los Estados Unidos, si son realizados rápidamente, desestabilicen el dólar y los tipos de interés en Estados Unidos. Sin embargo, cuando las empresas extranjeras, incluidas las de China y el Golfo Pérsico, hacen inversiones físicas en los Estados Unidos, crean un interés más permanente en la salud de la*

⁸² MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right. Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006. Pág. 21.*

⁸³ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 119.*

*economía americana*⁸⁴. Ahora bien, ello no debe hacer perder de vista los dos riesgos que la inversión extranjera lleva aparejada: la posibilidad de que las empresas extranjeras no siempre transfieran la última tecnología y la de que puedan filtrar informaciones sensibles a la matriz y a potencias extranjeras.

2.1.6.- La teoría de las tres amenazas.

La elaboración conceptualmente más acabada respecto de los riesgos asociados a la inversión extranjera directa es la de MORAN⁸⁵, quien compendia en tres amenazas los peligros generados por este fenómeno. Para este autor las amenazas potenciales de la adquisición de una compañía americana se pueden encuadrar en las siguientes categorías:

1) La adquisición propuesta podría hacer a los Estados Unidos dependientes de un proveedor bajo control extranjero de bienes o servicios que podría retrasar, negar o someter a condiciones ese suministro.

2) La adquisición propuesta podría permitir la transferencia de tecnología o conocimientos a una entidad bajo control extranjero o a su gobierno y podrían utilizarlo de una manera dañina para los intereses nacionales de los Estados Unidos.

3) La adquisición propuesta podría permitir la inserción de medios de infiltración, seguimiento, o sabotaje, tanto por agentes humanos como no humanos, para bienes o servicios cruciales para el funcionamiento de la economía americana.

Las dos primeras amenazas obedecen a una causa común, como es la manipulación de la dependencia en mercados imperfectamente competitivos. La monopolización de la producción de ciertos bienes o servicios, así como de ciertas tecnologías genera una situación de poder en manos de su titular que puede constituir una amenaza para el interés nacional.

⁸⁴ , David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right. Council on Foreign Relations Press.* Nueva York: 2006. Pág. 23.

⁸⁵ MORAN, Theodore H. *Three threats: an analytical framework for the CFIUS process.* Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2009.

Se trata, por tanto, de una situación análoga a la que se trata de atajar con la política antimonopolio. Las interrelaciones entre la regulación de la inversión extranjera y la defensa de la competencia fueron puestas de manifiesto en 1991 por GRAHAM y EBERT⁸⁶. Como indican estos autores *los problemas surgen si una nación es totalmente dependiente de una sola empresa o de un estricto oligopolio como fuente de un bien o servicio crítico para la defensa*⁸⁷. De hecho, como veremos más adelante, durante la II Guerra Mundial uno de los problemas regulatorios que planteó la presencia alemana en la economía americana se manifestó en este campo.

De acuerdo con MORAN, las fuentes metodológicas para evaluar esta amenaza son de dos tipos: el análisis antimonopolio y la teoría del comercio estratégico. Con la primera perspectiva se tratará de evaluar las condiciones en las cuales la colusión (en este caso entre la empresa extranjera y su gobierno) es plausible, sin que sea relevante la prueba de un comportamiento predatorio respecto de la riqueza nacional. En cambio, la teoría del comercio estratégico se basa no sólo en la obtención de rentas económicas, sino también en el ejercicio de una ventaja política y estratégica.

Según GRAHAM y KRUGMAN⁸⁸, esta teoría se basa en que en los mercados imperfectamente competitivos es posible una intervención del gobierno que permita lograr a las empresas de su país una ventaja a la hora de obtener altos beneficios a costa de los rivales extranjeros. Así, un gobierno ofreciendo subsidios a sus empresas o cerrando el mercado nacional puede disuadir a las empresas extranjeras de que entren en el mercado nacional. De este modo se coloca a las empresas nacionales en una posición más ventajosa en el mercado.

⁸⁶ GRAHAM, Edward M. y EBERT, Michael E. *Foreign Direct Investment and US National Security: Fixing Exxon-Florio*. The World Economy. Volume 14, Issue 3, pages 245–268, September 1991. Págs. 246-247 y 261 y ss.

⁸⁷ GRAHAM, Edward M. y EBERT, Michael E. *Foreign Direct Investment and US National Security: Fixing Exxon-Florio*. The World Economy. Volume 14, Issue 3, pages 245–268, September 1991. Pág. 246.

⁸⁸ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 66.

Para evaluar la primera amenaza el análisis se debe estructurar conceptualmente en dos etapas. Se trata de evaluar si el bien o servicio es crucial para el funcionamiento de la economía (incluyendo los servicios militares, pero sin limitarse a ellos), y si hay posibilidades reales de que el suministro pueda ser suspendido⁸⁹. En un primer paso, hay que determinar el impacto en la economía en caso de privación de los bienes y servicios de que se trate. En el segundo paso, debe analizarse la situación del sector atendiendo a los siguientes parámetros:

a) La industria debe estar altamente concentrada. El test de concentración debe ser el mercado global y no el nacional; la medida relevante debe ser si al adquisición incrementa la concentración en el mercado de referencia de manera preocupante y no si afecta al último productor en territorio nacional.

b) El número de sustitutos debe ser limitado.

c) Los costes de cambio de proveedor deben ser elevados.

En cuanto a la filtración de tecnología y conocimientos, el análisis también debe ser doble. Por un lado, debe examinarse el grado de disponibilidad del conocimiento y qué ventajas supondrá para el gobierno extranjero su adquisición. En este caso, según MORAN el test de concentración resulta la herramienta más útil. Es decir, debe calcularse la concentración o dispersión de las capacidades particulares de la empresa adquirida. Cuando la entidad posee capacidades únicas o vigiladas de cerca que puedan ser empleadas contra los intereses nacionales, la amenaza es evidente⁹⁰.

La tercera amenaza es totalmente distinta de las dos anteriores ya que no se refiere a una posición de dominio en el mercado, sino a la posibilidad de que la empresa extranjera actúe como “quinta columna”. Afecta de manera directa a la titularidad de infraestructuras críticas que, en muchos casos, son objeto de mercados regulados. Pero junto a esta posibilidad MORAN señala la posibilidad de otros supuestos, como el

⁸⁹ MORAN, Theodore H. *Three threats: an analytical framework for the CFIUS process*. Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2009. Pág. 11.

⁹⁰ MORAN, Theodore H. *Three threats: an analytical framework for the CFIUS process*. Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2009. Pág. 16

riesgo de la titularidad extranjera de empresas de derivados altamente apalancadas⁹¹. Estas se pueden usar para activar un mecanismo de autodestrucción que genere un colapso del mercado durante una crisis política⁹².

Todo ello nos lleva a concluir que, como hemos indicado anteriormente, los problemas regulatorios que plantea la inversión extranjera están claramente condicionados por la posición geopolítica y geoeconómica del país receptor. Por ello, con carácter previo a analizar el régimen vigente en los Estados Unidos es preciso examinar la evolución histórica del marco político y jurídico de la inversión extranjera directa en ese país.

⁹¹ MORAN, Theodore H. *Three threats: an analytical framework for the CFIUS process*. Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2009. Pág. 24.

⁹² Sobre este riesgo resulta sumamente reveladora la entrevista a Manuel Ballbé que apareció publicada en el Diario Negocio el 28 de abril de 2011. La entrevista está disponible en <http://www.diarionegocio.es/actualidad/la-recesion-mental-es-la-que-nos-esta-impidiendo-superar-la-depresion-economica-20110428>

2.2.- Evolución del marco político y normativo en los Estados Unidos.

GRAHAM y MARCHICK al analizar la evolución del régimen americano en los últimos cien años constatan que las preocupaciones sobre la materia en la actualidad son muy distintas de las de los años de la I Guerra Mundial⁹³. En el primer tercio del siglo XX los Estados Unidos no ocupaban un lugar hegemónico en el panorama mundial. Por ello, el riesgo que causaba era que la inversión extranjera pudiese dominar las nuevas tecnologías estratégicas e impedir el acceso a las mismas por parte de las empresas americanas. De esta manera, la reglamentación americana se centró en las inversiones en nuevas instalaciones⁹⁴, esto es, de creación y desarrollo de nuevos negocios. En muchos sectores estratégicos, señaladamente la industria química, las empresas extranjeras ocupaban una preeminencia tecnológica. Por ello, la legislación trató de limitar el control extranjero de los mercados de ciertos bienes y servicios a fin de evitar que la tecnología asociada a los mismos permaneciera en manos extranjeras.

Por el contrario, en la actualidad los Estados Unidos desempeñan un indiscutido liderazgo y sus empresas ejercen un dominio tecnológico sobre el planeta. En consecuencia, el objeto de regulación se trasladó a las fusiones y adquisiciones, es decir, a la toma de control de las empresas americanas con tecnologías punteras por firmas extranjeras para prevenir que elementos extranjeros obtuvieran tecnologías sensibles con las que se pudiera poner en riesgo la seguridad del país.

Esta evolución se enmarca en el panorama que en el ámbito internacional ha descrito SORNARAJAH⁹⁵. Este panorama se caracteriza por el hecho de que ha desaparecido la clara distinción entre países importadores y exportadores de capital. En la actualidad Europa y Estados Unidos, que antes eran inversores netos, son los principales receptores de inversión extranjera. Por su parte, algunos de los países considerados en vías de desarrollo son ahora emergentes potencias económicas que

⁹³ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. XVI y 28.

⁹⁴ Greenfield investment.

⁹⁵ SORNARAJAH, Muthucumaraswamy. *The International Law on Foreign Investment*. 3ª Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. Págs. 19 y ss.

canalizan su inversión a esas regiones. Como ya hemos dicho, la inversión extranjera es uno de los instrumentos más eficaces de poder blando en el panorama económico. Según COHEN Y BRADFORD DELONG, y ello ha cambiado radicalmente el panorama existente y explica en gran medida los problemas suscitados en los Estados Unidos⁹⁶.

Los antecedentes de la regulación en materia de seguridad nacional de la inversión extranjera en los Estados Unidos se remontan a la Primera Guerra Mundial. El estallido del conflicto bélico desencadenó una profunda preocupación en el país sobre los riesgos de la inversión extranjera. Esa preocupación fue corroborada por un incidente acaecido en 1915⁹⁷: Un diplomático alemán dejó olvidado un maletín en el transporte público de Nueva York; en dicho maletín se encontraba documentación que ponía de manifiesto que ciertas inversiones realizadas bajo control alemán tenían por objetivo mejorar la capacidad bélica de Alemania, reducir la de los Aliados o realizar actividades de espionaje en territorio americano. Finalmente, la entrada de los Estados Unidos en el conflicto en 1917 supuso la aprobación de la *Trading With the Enemy Act*.

En caso de guerra o declaración de emergencia nacional, la *Trading With the Enemy Act* faculta al Presidente para adoptar amplias medidas relativas a las operaciones entre las filiales de compañías extranjeras y sus matrices⁹⁸. Con base en

⁹⁶ Así, según COHEN y BRADFORD DELONG *todos estos cambios afectarán a los Estados Unidos, al menos, en tres maneras importantes. Primero, habrá una pérdida del poder americano de aportar acciones unilaterales de política exterior. No está claro si esto se verá más bien como un problema o una oportunidad. [...] Segundo, habrá una pérdida del poder suave, o cultural, de América. Aquellos que deben implorar dinero a los otros siempre parece que merece menos la pena imitarlos, en comparación con aquellos a los que se les implora el dinero. En la medida en que uno ve a la cultura americana democrática, comercial, individualista, consumista y cosmopolita como algo que merece la pena emular por otros países, entonces el hecho de que otros países tengan ahora el dinero es una pérdida significativa. Tercero, una vuelta en serio a las políticas industriales de suma cero global debilitará probablemente la posición económica americana* COHEN, Stephen S. y BRADFORD DELONG, J. *The End of Influence: What Happens When Other Countries Have the Money*. Basic Books. Nueva York: 2010. Págs. 7-8.

⁹⁷ Vid. GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 4

⁹⁸ El art. 5(b) de la TWEA facultaba al presidente para investigar, regular, dirigir y obligar, anular,

esta disposición, el Presidente Wilson embargó y nacionalizó los activos poseídos en territorio americano por empresas alemanas, así como aquellos otros que, aunque no fueran de titularidad alemana, se encontraban bajo control efectivo alemán.

Inicialmente, los activos quedaban bajo administración gubernamental a través de la *US Government Office of the Custodian of Alien Properties*, para ser devueltos a sus anteriores propietarios una vez terminada la contienda. Sin embargo, como consecuencia del Tratado de Versalles, la mayoría de los activos pasaron a ser propiedad americana.

La *Trading With the Enemy Act* tenía en principio eficacia general, pero las medidas adoptadas afectaron fundamentalmente a la industria química dada su importancia en esos momentos en cuanto a su aplicación bélica. Las actuaciones no se limitaron a activos físicos, sino que alcanzaron a activos inmateriales como la propiedad industrial e intelectual. Se trataba, pues, de garantizar el control americano de una tecnología clave para el esfuerzo de guerra. Ahora bien, las consecuencias de estas medidas fueron más allá y, como describen GRAHAM y MARCHICK⁹⁹, fruto de las mismas se consolidó una poderosa industria química nacional. Por ello, una vez finalizada la contienda, el Congreso no aprobó ninguna normativa adicional para limitar la inversión extranjera en este sector.

Tal y como señalan GRAHAM Y KRUGMAN, hasta 1988 las restricciones a la inversión extranjera directa se adoptaron en el ámbito federal, estos es, en sectores sujetos a regulación federal¹⁰⁰. Las medidas que se fueron aprobando respondían a dos principios diferentes siguiendo una política pragmática: mientras en unos casos se prohibía la presencia extranjera, en otros como la energía se establecía un régimen de

prevenir o prohibir cualquier adquisición, posesión, suspensión, uso, transferencia, retirada, transporte, importación o exportación, negociación o el ejercicio de cualquier facultad, potestad o privilegio con respecto a transacciones que involucraran cualquier propiedad de cualquier país extranjero o en el que cualquier nacional de este tuviera cualquier interés.

⁹⁹ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 5 y ss.

¹⁰⁰ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 122.

reciprocidad. Como veremos, ello estaba en función de los intereses que los Estados Unidos perseguían en cada sector.

Si bien la industria química desempeñaba una función clave, el gobierno de los Estados Unidos consideró otros sectores como críticos para el esfuerzo militar y que por tanto debían ser regulados. En estos supuestos, se acabó por adoptar normativas sectoriales que limitaban la inversión extranjera en los términos que hemos indicado. Es el caso de las emisiones de radio y telecomunicaciones, transporte, energía y sector bancario. No obstante, como tendremos ocasión de analizar, las medidas adoptadas en cada caso no fueron uniformes ya que, según GRAHAM Y MARCHICK¹⁰¹, más que perseguir una plena propiedad estadounidense, se buscaba el control americano de la actividad.

El interés por las comunicaciones radiofónicas se remota al año 1914, cuando la Armada de los Estados empezó a preocuparse por la posibilidad de que se efectuase espionaje a través de emisoras de radio bajo control extranjero. Tras el hundimiento del buque británico Lusitania en 1915, antes de la aprobación de la *Trading With the Enemy Act*, el gobierno americano embargó las instalaciones de Telefunken en territorio de los Estados Unidos y las puso temporalmente bajo control de la Armada. Una vez aprobada la *Trading With the Enemy Act*, los activos pasaron a la *US Government Office of the Custodian of Alien Properties*. Es más, una vez comenzada la guerra, el presidente Wilson, en aplicación de la *Radio Act* de 1912, puso bajo control gubernamental todas las emisoras extranjeras.

Ya en 1927, una nueva *Radio Act* prohibió el control extranjero de las emisiones de radio, incluyendo a las personas jurídicas de nacionalidad americana bajo control extranjero. Se entendía que una persona jurídica se encontraba en esta situación si el director de la compañía era extranjero, no tenía nacionalidad americana o una quinta parte o más de las acciones con voto pertenecía a extranjeros o se ejercía el voto por extranjeros. A este respecto, debe destacarse que las restricciones afectaron especialmente no a intereses alemanes, sino a intereses británicos.

¹⁰¹ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 13

En efecto, el embargo más importante de 1917 afectó a la empresa American Marconi, bajo control británico¹⁰², cuyos activos pasaron en 1919 a US General Electric, la cual los vendió más tarde a la Radio Corporation of America (RCA). Las limitaciones de la Radio Act de 1927 se aplicaron además al sector de las telecomunicaciones y, aprobada la Communications Act de 1934, se incorporaron a la misma y se mantuvieron en vigor hasta la liberalización de los años 90.

Las presiones de la Armada también desempeñaron un papel esencial en las restricciones a la inversión extranjera tanto en el transporte marítimo como aéreo. La guerra había puesto de manifiesto la necesidad de asegurar una flota de tamaño significativo bajo control americano a fin de garantizar la capacidad de transporte. Por ello, la *Merchant Marine Act* de 1920 estableció la exigencia de que la navegación de cabotaje entre puertos americanos fuese efectuada por buques construidos y registrados en los Estados Unidos y propiedad de ciudadanos americanos. De acuerdo con la norma, una compañía se consideraba propiedad de ciudadanos americanos si éstos detentaban el 75% del capital.

En lo concerniente a la navegación aérea, deben citarse la *Air Commerce Act* y la *Air Corps Act* de 1926. La primera de ellas tiene por objeto la regulación de las líneas aéreas y, al igual que en la *Merchant Marine Act*, se persigue asegurar en caso de guerra una flota de aeronaves en poder americano. Así, sólo los ciudadanos americanos podrían registrar aeronaves en Estados Unidos; los aviones extranjeros necesitaban permiso para sobrevolar territorio americano y los vuelos nacionales estaban reservados a aeronaves registradas en Estados Unidos. Por su parte, el parámetro de control era distinto que en el caso del transporte marítimo, ya que el umbral para considerar una empresa bajo

¹⁰² Al tratarse de activos británicos, la venta no fue consecuencia del Tratado de Versalles sino el resultado de la amenaza de aprobar una ley de nacionalización del sector redactada por el congresista Joshua Alexander. Según indican GRAHAM y MARCHNICK, ello obedece a que, finalizada la I Guerra Mundial, el aparato militar de ambos países consideraba altamente probable un conflicto entre los intereses de ambas naciones. De hecho, en los años 20 ambos países prepararon planes de contingencia para un conflicto armado entre ellos. Vid GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 10 y ss.

control americano se situaba en el 51% del capital, se exigía que el presidente y 2/3 del consejo de administración fueran ciudadanos americanos.

La Air Corps Act de 1926 se ocupaba de la producción de aeronaves y estableció que el ejército sólo podía efectuar compras a una compañía en las que todos los consejeros fueran americanos, que tuviese todas las instalaciones en territorio estadounidense y en la que el 75% del capital estuviese en manos de ciudadanos americanos; ahora bien se previó una excepción para el caso de empresas nacionales que cotizaran en bolsa¹⁰³.

En el ámbito de la energía, básicamente petróleo y gas, se adoptó una metodología distinta a los demás sectores. Si bien fue la Armada nuevamente quien promovió la reforma, en este caso la seguridad nacional suscitaba preocupaciones de otra índole. El interés de la Marina era asegurar el suministro de combustible a pesar de que, en aquel momento, los Estados Unidos eran los mayores productores mundiales. Concretamente, se trataba de perseguir que los buques de guerra tuviesen garantizado el aprovisionamiento en todo el globo, extremo que era puesto en dificultades por los derechos exclusivos que los británicos detentaban en Oriente Medio.

En consecuencia, el riesgo no era tanto la propiedad extranjera de reservas en territorio americano, como la falta de presencia de inversión bajo control de los Estados Unidos en otras partes del planeta. En este contexto es en el que el Congreso aprobó la *Mineral Lands Leasing Act* en 1920. La referida ley limitaba la inversión extranjera en el arrendamiento de terrenos públicos para extraer o transportar petróleo a aquellas compañías provenientes de países que, a su vez, permitieran inversión americana en el sector. Es decir, no se trataba tanto de limitar la inversión extranjera, sino favorecer la expansión de la industria nacional en el exterior a través de un régimen de reciprocidad¹⁰⁴.

¹⁰³ Al parecer, la excepción no era inocente, sino que estaba pensada para favorecer los intereses de Fokker bajo control holandés (GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 13)

¹⁰⁴ El régimen de reciprocidad es el que se acabó consolidando en los sectores de la energía y más tarde se

Finalmente, en el sector bancario, la propiedad extranjera de bancos había estado prohibida en los Estados Unidos desde el siglo XIX. Así, en desde 1865 el derecho federal exigía que los administradores de los bancos nacionales fueran americanos. En el ámbito estatal, el derecho de Nueva York prohibía a los bancos extranjeros establecer filiales o captar depósitos del público. En 1919 se aprobó la Edge Act con objeto de promover la participación de los bancos americanos en los mercados internacionales. A partir de entonces a los bancos amparados por dicha norma se les exigía que ciudadanos americanos ostentaran la mayoría del capital y que fueran una mayoría en el consejo de administración.

El marco normativo que hemos descrito se corresponde con un período de disminución de la inversión extranjera directa en los Estados Unidos. En efecto, una vez concluida la I Guerra Mundial, la inversión no volvió a alcanzar los niveles anteriores al conflicto. Ciertamente existen múltiples factores para explicar este fenómeno, como el déficit por cuenta corriente en el Reino Unido o el estancamiento de las economías alemana y francesa tras la guerra. Sin embargo, como indican GRAHAM Y MARCHICK¹⁰⁵, la expropiación de los activos alemanes generó una profunda desconfianza en los inversores extranjeros que asociaron el marco regulatorio estadounidense con un intenso riesgo político. A ello contribuyeron igualmente, las restricciones que se introdujeron en sectores estratégicos y, si bien a finales de los años 20 se apreció una cierta recuperación de la inversión extranjera especialmente a través de valores, la Gran Depresión la hizo volver a caer.

Por todo ello, la forma en la que se materializó la inversión extranjera directa en

extendió a otros ámbitos en los que se trataba de fomentar la presencia americana en el exterior. GRAHAM y KRUGMAN ponen diversos ejemplos como la Energy Policy Act de 1992 y, durante el 103 Congreso, la Aeronautical Technology Consortium Act, la National Environmental Technology Act, la Defense Authorization Legislation, la Hydrogen Future Act, la National Aeronautic and Space Authorization Act y la Omnibus Space Commercialization Act. Vid. GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Págs. 123-125.

¹⁰⁵ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 8 y 9.

los años 30 tuvo que cambiar sustancialmente. De este modo, la inversión se canalizó a través de cárteles internacionales a gran escala, especialmente en los sectores que se podrían considerar estratégicos (químico, acero, petróleo y gas, equipos eléctricos e instrumentos de precisión)¹⁰⁶. La Depresión provocó que se redujera mundialmente la demanda de productos industriales y desencadenó una sobrecapacidad productiva en todos los sectores.

Para conservar su cuota de mercado, las empresas se vieron obligadas a adoptar una estrategia basada en la reducción de precios que, en sectores con altos costes fijos, suponía que aquéllos cayeran por debajo del coste medio. Se trataba en definitiva de circunstancias propicias para la adopción de prácticas colusorias, coordinar la fijación de precios y supervisar las actividades de la competencia. Por ello, como destacan GRAHAM y MARCHICK¹⁰⁷, la inversión extranjera directa que entró en los Estados Unidos en los años 30 tenía por objeto la creación de puestos de observación para verificar el cumplimiento de los acuerdos.

La presencia de estos cárteles implicaba además riesgos para la seguridad nacional, por cuanto eran susceptibles de ser un instrumento para la transferencia de tecnología. De hecho, al inicio de la II Guerra Mundial, la aplicación por el Presidente Roosevelt de la *Trading With the Enemy Act*, tuvo una menor repercusión cuantitativa que en el anterior conflicto. En este contexto, la aplicación de las normas de defensa de la competencia se reveló como un instrumento decisivo para controlar la inversión de las empresas extranjeras en Estados Unidos.

Su aplicación sistemática se inició con anterioridad a la entrada de los Estados Unidos en la guerra, ya que en 1939 el Gobierno ejerció acciones contra Allied Chemical Dye y 41 empresas extranjeras por la realización de prácticas anticompetitivas en la fijación del precio del nitrógeno. En los años siguientes, el número de casos en los que el Departamento de Justicia inició investigaciones y ejerció acciones creció exponencialmente.

¹⁰⁶ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 14 y ss.

¹⁰⁷ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 15

Por su parte, en el Congreso se efectuaron diversas investigaciones a fin de aclarar la incidencia de los cárteles en la seguridad nacional. Entre 1941 y 1942, se celebraron las sesiones relativas al control de patentes por los cárteles del Comité de Patentes, presidido por el Senador Homer T. Bone (denominado por ello Comité Bone). A su vez, entre 1943 y 1945, en el seno del Subcomité sobre Movilización Técnica y Científica del Comité de Asuntos Militares, presidido por el Senador Harley M. Kilgore (llamado Comité Kilgore) se celebraron las sesiones relativas a las prácticas de los cárteles y seguridad nacional. En sus conclusiones el comité Kilgore señaló

Casi inmediatamente, como consecuencia de esta sacrílega alianza entre Hitler y los cartelistas, los planes de Alemania para la guerra económica, dirigidos en última instancia a la dominación del mundo, se expandieron. El Gobierno alemán se convirtió en un socio silencioso en muchos acuerdos de cártel entre conglomerados alemanes, americanos, británicos, franceses y de otros países con los que la industria alemana había establecido relaciones de cártel. Bajo la cobertura de los acuerdos de cártel, Alemania penetró en la economía de otros países, incluidos los Estados Unidos. Usando a sus socios o filiales, los industriales alemanes construyeron una red que puso en peligro la producción de otros países, obtuvo divisas para Alemania, reunió inteligencia económica y difundió propaganda nazi¹⁰⁸.

Así, la historiadora Mira WILKINS señala que *durante la Guerra, los responsables políticos habían concluido que las empresas alemanas y el Estado alemán eran lo mismo. El Fiscal General Francis Biddle había advertido al Comité Kilgore en verano de 1944 que “cuando los nazis pierdan, estas firmas alemanas anunciarán sin duda que la guerra no fue su elección ya que son sólo empresas comerciales”. Había advertido que “una paz con Alemania que deje esas compañías intactas asegurará otra guerra contra nosotros Después de la Primera Guerra Mundial, los americanos habían buscado garantizar que ningún activo alemán se devolviera a su propietario original,*

¹⁰⁸ *Findings and recommendations en Cartels and National Security: Report from the Subcommittee on War Mobilization to the Committee on Military Affairs, United States Senate, Pursuant to S. Res. 107, a Resolution Authorizing a Study of the Possibilities of Better Mobilizing the National Resources of the United States, United States. Congress. Senate. Committee on Military Affairs. U.S. Government Printing Office, 1944. Pág. 7.*

*una resolución que se desvaneció en los años 20. Inicialmente, los estrategas querían asegurarse que no se repitiera la reanudación de la presencia alemana tras la Segunda Guerra Mundial*¹⁰⁹.

No obstante, a la hora de analizar si la capacidad bélica de los Estados Unidos se vio afectada en las dos guerras mundiales, GRAHAM y MARCHICK concluyen que, desde el punto de vista de la seguridad, más importante que el origen de la inversión es la presencia física de la misma. Indican que las plantas químicas extranjeras aumentaron la capacidad productiva y ocasionaron transferencias de tecnología decisivas en la Primera Guerra Mundial¹¹⁰ y que, bajo control americano, las filiales alemanas realizaron contribuciones sustanciales en la Segunda Guerra Mundial¹¹¹.

En la postguerra la preocupación por los efectos de la inversión extranjera en la seguridad nacional remitió considerablemente. En un principio, los países que tradicionalmente habían invertido en los Estados Unidos, hubiesen pertenecido al Eje o a los Aliados, estaban hundidos económicamente por la contienda. No obstante, podemos destacar en este período la *Atomic Energy Act* de 1954, que estableció la prohibición de autorizar centrales nucleares a extranjeros, o a empresas poseídas, controladas o dominadas por un extranjero, una empresa o un gobierno extranjeros¹¹².

Tras el despegue de esas economías a mediados de los 50, la inversión extranjera en Estados Unidos experimentó un repunte considerable en términos porcentuales. Sin embargo, teniendo en cuenta que la base era prácticamente insignificante, en los años 70 su importancia relativa en la economía americana era sumamente pequeña. Por el contrario, en ese mismo período, la inversión americana en el exterior creció considerablemente. De hecho, la expansión de las multinacionales americanas en este

¹⁰⁹ WILKINS, Mira. *The history of foreign investment in the United States 1914-1945*. Cambridge: Harvard University Press, 2004. Pág. 577.

¹¹⁰ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 4

¹¹¹ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 17 y 18.

¹¹² Sobre la evolución de la regulación americana en materia de energía nuclear vid. MORALES PLAZA, Antonio. *La regulación nuclear globalizada*. Madrid: La Ley, 2009. Págs. 342 y ss.

mismo período despertó en Europa una intensa preocupación respecto de la hegemonía americana a través de su presencia comercial.

En este contexto las distintas administraciones se mostraron favorables a fomentar la inversión extranjera. En 1977 el presidente Carter efectuó una declaración formal relativa a la inversión directa. En ella, se indicaba que los Estados Unidos debían adoptar una política neutral tanto en lo relativo a la inversión extranjera directa como a la inversión americana en el extranjero. Ahora bien, esta postura oficial no impidió que a raíz de la crisis del petróleo y la acumulación de petrodólares por los países productores de petróleo, se extendiese una cierta preocupación en cuanto a la posibilidad de que los países miembros de la OPEP invirtieran en activos estratégicos. No obstante, la investigación dirigida por el congresista Benjamin Rosenthal en 1979 concluyó que la inversión extranjera provenía mayoritariamente de aliados occidentales, y no de países de Oriente Medio.

En el plano legislativo, la *Trading with the Enemy Act* fue reformada en 1977 mediante la *International Emergency Economic Powers Act*¹¹³. La finalidad de la reforma era limitar el poder del Presidente, en el sentido de que en tiempo de paz sólo se pudiese acordar el embargo de propiedades extranjeras si se había declarado formalmente el estado de emergencia nacional y con obligación de devolver en todo caso los activos una vez cesara la situación.

El 9 de septiembre de 1983 Ronald Reagan lanzó su declaración sobre la política de inversión internacional. La declaración se enmarcaba en el marco de su política liberalizadora y se mostraba claramente favorable a la inversión extranjera. Según el presidente Reagan la premisa fundamental de su política era que *los flujos de inversión extranjera que responden a las fuerzas del mercado privado llevarán a una producción internacional más eficiente y de esta manera beneficiarán a los países emisor y receptor*. En la declaración se indica que *los Estados Unidos se oponen a la intervención gubernamental continua y creciente que impide o distorsiona los flujos de inversión o intenta alterar artificialmente los beneficios de estos flujos*. Las únicas excepciones que se admitían eran las de aquellas limitaciones necesarias para proteger

¹¹³ 50 U.S. Code . § 1701 et seq.

la seguridad nacional¹¹⁴.

Señalan GRAHAM y KRUGMAN¹¹⁵ que la declaración de Reagan no supone un cambio sustancial respecto a la política de Carter. No se trataba de favorecer la inversión extranjera, sino de permanecer neutral frente a ella. La lógica económica que subyace en este planteamiento era que la inversión extranjera directa genera transferencias de tecnología y técnicas de gestión, genera presiones competitivas y de imitación y, de esta manera se beneficia a todas las naciones afectadas. En el marco de la liberalización en el ámbito internacional, a partir de mediados de los 80 se produjo una explosión de la inversión extranjera directa. Este fenómeno, junto con la expansión de las empresas multinacionales, es uno de los rasgos característicos del proceso de globalización económica.

La fuerte inversión extranjera, particularmente proveniente de Japón, volvió a crear un clima de alarma en la opinión pública americana¹¹⁶. Según GRAHAM y MARCHICK¹¹⁷, esta preocupación no se compadecía con los datos reales de la economía americana, ya que, de hecho, a finales de los 80 el grado de crecimiento de la inversión extranjera directa experimentó una desaceleración. A su juicio, el motivo es que en ese momento la inversión se materializó a través de compañías con nombres claramente extranjeros a los ojos del público.

Sin embargo, a nuestro modo de ver, el juicio de estos autores no es del todo correcto. Nos parece precipitado achacar el clima de preocupación en la opinión pública a tendencias más o menos sensacionalistas y al temor a lo desconocido que se materializaría en las empresas japonesas. Como hemos indicado, las administraciones demócrata y republicana habían apostado decididamente por la apertura del mercado americano a la inversión extranjera. Si bien ello comportaba indudables ventajas

¹¹⁴ REAGAN, Ronald. Statement on International Investment Policy. September 9, 1983.

¹¹⁵ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 112.

¹¹⁶ V.g. en 1992 el autor Michael Crichton publica su novela *Sol Naciente* y en 1994 Tom Clancy *Deuda de honor*.

¹¹⁷ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 24

económicas, no es menos cierto que creaba riesgos concretos y si nos fijamos en las dos transacciones que sirvieron de desencadenante de la actividad del Congreso resulta una simplificación reconducir la tendencia al temor a la inversión de los japoneses.

En primer lugar, porque como recuerda MORAN¹¹⁸ el temor al comportamiento de las empresas japonesas no carecía de ciertos motivos. El Ministro de Comercio Exterior e Industria japonés, bajo presiones de los miembros socialistas de la Dieta, había forzado a Drexel (filial americana de Kyocera Corporation) para que no suministrara tecnología avanzada necesaria para el programa de misiles de crucero Tomahawk. En segundo lugar, como veremos a continuación, la aprobación de la Enmienda Exon-Florio tuvo como detonante no sólo el intento de Fujitsu de tomar el control de Fairchild, un fabricante de de semiconductores, sino la OPA hostil que Sir James Goldsmith lanzó sobre Goodyear.

Por tanto, el panorama normativo en los Estados Unidos se concretaba en la existencia, por un lado, de una normativa horizontal. Esta normativa (*Trading with the Enemy Act* y *International Emergency Economic Powers Act*) aparece vinculada a situaciones bélicas o de emergencia nacional. Por otro, nos encontramos con una abundante normativa sectorial que en situaciones ordinarias establece una serie de restricciones a la inversión extranjera. No obstante esta normativa no era homogénea en sus contenidos y tenía una eficacia limitada a sectores determinados. Este sistema se consideró insuficiente en los años 80, lo que nos lleva al análisis de la enmienda Exon-Florio.

¹¹⁸ MORAN, Theodore H. *Three threats: an analytical framework for the CFIUS process*. Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2009. Pág. 10.

2.3.- La enmienda Exon-Florio.

La preocupación por los riesgos de la toma de control de empresas norteamericanas por inversores extranjeros cristalizó en la denominada enmienda Exon-Florio¹¹⁹. La enmienda se aprobó mediante la *Omnibus Trade and Competitiveness Act* de 1988 y consistía en una reforma de la Sección 721 de la *Defense Production Act* de 1950. Su objeto es facultar al Presidente para investigar adquisiciones extranjeras, fusiones, tomas de control o inversiones en empresas estadounidenses desde la óptica de la seguridad nacional.

2.3.1.- El origen de la enmienda Exon-Florio.

La enmienda Exon-Florio surgió como respuesta a la preocupación existente en los Estados Unidos respecto de la posibilidad de que las empresas americanas fueran vulnerables a tomas de control. La segunda mitad de los años 80 se caracterizó por la política de apertura a la inversión extranjera de la administración Reagan; la depreciación del dólar tras el Acuerdo del Plaza en 1985; el progresivo endeudamiento de los Estados Unidos y la existencia de un precio atractivo de las acciones.

Por otro lado, en esta misma época las empresas japonesas habían acumulado importantes excedentes de liquidez lo que propició una activa política de adquisición de compañías americanas por su parte. Estas circunstancias motivaron la percepción de que desde Japón se estaba desafiando la hegemonía económica de los Estados Unidos en el mundo. Ahora bien, como indica ALVAREZ, el debate en el Congreso fue causado por dos operaciones concretas: la OPA hostil que Sir James Goldsmith lanzó sobre Goodyear y el intento de Fujitsu de tomar el control de Fairchild, un fabricante de

¹¹⁹ 50 U.S. Code § 2170. Modificada con efectos de 24 de octubre de 2007, Foreign Investment and National Security Act of 2007. A nivel reglamentario, la enmienda Exon Florio ha sido desarrollada por la Executive Order 11858, totalmente reformada por la Executive Order 13456 el 23 de enero de 2008. Finalmente, respecto del procedimiento de revisión por el CFIUS, su Reglamento está codificado en 31 C.F.R. Part 800; ha sido totalmente revisado por la regla final publicada en 73 Fed. Reg. 70702 (Nov. 21, 2008), que entró en vigor el 22 de diciembre de 2008.

semiconductores¹²⁰.

Goodyear Tire & Rubber Company, una empresa fundada en Ohio en 1898, es uno de los principales fabricantes de neumáticos del mundo. En 1986 el inversor franco-británico James Goldsmith lanzó una oferta hostil para tomar el control de la empresa. Para resistir el ataque, Goodyear vendió el negocio no relacionado con los neumáticos y pidió un préstamo. Aunque se mantuvo el control de la empresa, fue a costa de abandonar su estrategia a largo plazo y generar unas plusvalías a Goldsmith por importe de 90 millones de dólares.

Fairchild, por su parte, era suministrador de microtecnología esencial para el funcionamiento de armamento de alta tecnología. El 23 de octubre de 1986 la compañía japonesa Fujitsu anunció una oferta de compra de la empresa por importe de 200 millones de dólares. Tan pronto como fue hecha pública la oferta, se desató un aluvión de críticas contra la misma. Desde la industria se argüía que la fusión deterioraría la competitividad de los Estados Unidos, facilitaría el acceso de los japoneses a tecnología vital y que haría a los Estados Unidos dependientes de Japón en la producción de semiconductores.

Por su parte, la Administración Reagan no tenía clara qué postura adoptar. Como indica ÁLVAREZ, se originó entre los funcionarios una seria disputa entre los “tecnóhalcones” y los librecambistas¹²¹. El Subsecretario adjunto de Defensa y los funcionarios del Departamento de Comercio se pusieron de parte de la industria y pidieron a sus asesores que buscaran cauces para vetar la operación. La conclusión que se alcanzó era que, aparte de la normativa antitrust y la declaración de un estado de emergencia nacional, no había cauces legales para detener la operación. Frente a ellos, otros altos funcionarios albergaban la seria preocupación de que vetar la venta pudiese reducir la inversión extranjera y obstaculizar los esfuerzos que se estaban haciendo para

¹²⁰ ALVAREZ, José E. *Political Protectionism and United States International Investment Obligations in conflict: The Hazards of Exon-Florio*. Virginia Journal of International Law. Vol. 30:1. 1989. Págs. 56 y ss.

¹²¹ ALVAREZ, José E. *Political Protectionism and United States International Investment Obligations in conflict: The Hazards of Exon-Florio*. Virginia Journal of International Law. Vol. 30:1. 1989. Pág. 58.

abrir el mercado japonés.

En vista de la situación, se decidió ordenar al CFIUS iniciar una revisión de los riesgos de seguridad que la operación pudiera causar. En aquel momento, el marco legal aplicable facultaba al CFIUS para revisar cualquier inversión que pudiera tener implicaciones serias para los intereses nacionales. Sin embargo, la Orden Ejecutiva n° 11.858 (1975), únicamente lo configuraba como un órgano consultivo del Presidente sin atribuciones normativas o para adoptar medidas concretas tendentes a recomendarle que aplicara los mecanismos de la *International Emergency Economic Powers Act*. En cualquier caso, el Comité envió su informe en febrero de 1987 sin una recomendación concreta. En el ínterin el Departamento de Justicia anunció que examinaría si la operación desde la perspectiva de la regulación antitrust contenida en la *Hart-Scott-Rodino Act*.

Finalmente, Fujitsu desechó la operación por otros motivos, ya que la creciente controversia política hacía improbable consumar la transacción en un tiempo razonable. En efecto, a comienzos de 1987 los conflictos comerciales con Japón se incrementaron por diversos motivos (acusaciones de dumping en la venta de microchips por los japoneses, falta de apertura del mercado japonés, etc). En ese contexto el Secretario de Comercio manifestó su oposición a la venta por razones comerciales, en atención a la falta de reciprocidad y apertura de los japoneses. Ello llevó a que se anunciase el desistimiento de la oferta.

La manera en que se desarrollaron ambas operaciones puso de manifiesto, en palabras de FERBER, *la incapacidad del Gobierno federal para controlar la inversión extranjera*¹²². La aparente falta de energía de la administración Reagan con respecto a la operación despertó una gran preocupación en ámbitos empresariales y políticos y dio lugar a la presentación de diversas propuestas en el Congreso. Todo ello cristalizó en la aprobación de la denominada enmienda Exon-Florio.

¹²² FERBER, Jacqueline J. *The U.S. Foreign Direct Investment Policy: The Quest for Uniformity*. Marquette Law Review. Vol. 76. 1993. Pág. 816.

2.3.2.- La tramitación de la enmienda Exon-Florio.

El movimiento a favor de una mayor contundencia de la Administración ante la inversión extranjera fue encabezado por el Senador por Nebraska J. James Exon, perteneciente al Partido Demócrata. El Senador presentó el 4 de junio de 1987 ante el Comité de Comercio del Senado la *National Security and Essential Commerce Amendment*. La enmienda se refería a la *Technology Competitiveness Act* que por aquel entonces se tramitaba en la Cámara Alta. Según indicó Exon su enmienda era “una simple proposición que garantice al Presidente una autoridad discrecional para revisar y actuar respecto de tomas de control extranjeras, fusiones, adquisiciones, alianzas estratégicas y *license agreement* que amenacen la seguridad nacional o el comercio esencial de los Estados Unidos”¹²³.

Su finalidad era animar al Gobierno a proteger el interés nacional y suministrar al Ejecutivo medios legales para bloquear las tomas de control extranjeras in necesidad de aplicar la *International Emergency Economic Powers Act*. Ello obedecía a que si bien ésta última facultaba al Presidente para adoptar medidas frente a una amenaza extranjera, precisaba la declaración de emergencia nacional respecto de la misma¹²⁴. Semejante declaración podía ser interpretada, en palabras del Senador Wilson, como una “declaración de hostilidades” contra el Gobierno de la compañía adquirente. Por consiguiente, se trataba de conferir al Presidente la potestad de bloquear una operación sin necesidad de declarar un estado de emergencia nacional. Una proposición similar se presentó en la Cámara de Representantes por el congresista James Florio del Partido Demócrata¹²⁵.

En su redacción original, la proposición de Exon preveía que el Secretario de Comercio, a instancias de la dirección de cualquier departamento o agencia, instruyese una investigación para determinar si una fusión, adquisición, alianza estratégica o toma de control por un extranjero afectaba a la seguridad nacional, comercio esencial o el

¹²³ Vid. Declaración del Senador Exon, Foreign Investment, National Security and Essential Commerce Act de 1987, HR 3, 100th Congress, 1st ss. (1987)

¹²⁴ 50 U.S. Code § 1701.

¹²⁵ Vid. Foreign Investment, National Security and Essential Commerce Act de 1987, HR 3, 100th Congress, 1st ss. (1987).

bienestar económico. Igualmente confería al Presidente poder para vetar la transacción después de considerar diversos factores como la producción nacional necesaria para las necesidades proyectadas de defensa; las necesidades de crecimiento en la industria; el control de la industria por extranjeros, el impacto del control extranjero en el bienestar económico de las empresas nacionales y el desempleo; la disminución de los ingresos del gobierno; pérdida de habilidades e inversión u otros efectos serios consecuencia de ese control extranjero.

Si bien el Senador Exon declaró que no intentaba bloquear la inversión extranjera, el debate parlamentario se centró en la posibilidad que una legislación como esa pudiese frenar la inversión extranjera. Como ya hemos indicado, la postura de Reagan en este punto respondía a los parámetros liberalizadores propios de su política económica. Se temía que la aprobación de la propuesta de Exon alterara el funcionamiento del libre mercado. GRAHAM Y MARCHICK destacan que las críticas de los defensores de una política de apertura a la inversión se centraron en tres aspectos: la cláusula de comercio esencial, la consideración de factores económicos entre los criterios para evaluar una transacción y la inclusión de las alianzas estratégicas y los *license agreements* entre las operaciones sometidas a revisión¹²⁶.

a) La cláusula de comercio esencial.

En su redacción inicial el proyecto de Exon prevenía que el Secretario de Comercio debía investigar los efectos que las operaciones sometidas a revisión pudieran tener en el comercio esencial y el bienestar económico. Esta previsión provocó una avalancha de críticas y, al iniciarse las audiencias el 10 de junio de 1987, los Senadores del Comité de Comercio tenían sobre la mesa cartas de oposición no sólo del ámbito empresarial, sino del Secretario del Tesoro James Baker, del Representante Comercial Clayton Yeutter, del Secretario del Comercio Malcolm Baldrige y el Presidente de la Reserva Federal Paul Volcker¹²⁷.

¹²⁶GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 42 y ss.

¹²⁷ ALVAREZ, José E. *Political Protectionism and United States International Investment Obligations in conflict: The Hazards of Exon-Florio*. Virginia Journal of International Law. Vol. 30:1. 1989. Pág. 64.

Las críticas más duras provinieron del Secretario de Comercio, que resumió su postura en el compromiso de Reagan de no disuadir la inversión o el comercio extranjeros a menos que pusieran en peligro la seguridad nacional. Expresó además la preocupación del gobierno de que se congelaran las inversiones en Estados Unidos, se deteriorara la política del Gobierno de alcanzar el liderazgo comercial y respecto a la vaguedad de los términos empleados por la propuesta. En esta línea, James Baker, Secretario del Tesoro, llegó a insinuar que el Presidente podría vetar la ley llegado el caso.

b) La consideración de factores económicos.

Como hemos indicado, en su primera redacción la propuesta de Exon incluía una serie de factores económicos que tener en cuenta a la hora de examinar una operación, pues suponían limitar el funcionamiento de las reglas del libre mercado. En las sesiones celebradas en el Senado, el Secretario de Comercio hizo patente su oposición a todos aquellos factores que no amenazaran directamente la seguridad nacional.

En consonancia con la política liberalizadora de Reagan, recalcó que la protección frente a la competencia extranjera no era la vía correcta para garantizar la competitividad de los Estados Unidos. Además mostró su desacuerdo con la referencia al desempleo como factor que considerar, pues un ajuste laboral en un sector podía redundar en una mayor competitividad de la economía general y un mayor empleo. A su juicio, la consideración de la pérdida de inversión o habilidades se trataba de un “gran paso atrás en la política de apertura a las inversiones”.

Sus observaciones no fueron rebatidas y únicamente se indicó por el Senador Breaux que la investigación no era preceptiva si esos factores no se consideraban importantes. Por ello, la redacción final acogió todas las consideraciones de Baldrige suprimiendo la referencia a factores económicos.

c) La inclusión de las alianzas estratégicas y los *license agreements*.

La inclusión de las alianzas estratégicas y los *license agreements* entre las operaciones sometidas a revisión fue criticada por varios senadores y testigos que

comparecieron en las sesiones. Entre los primeros el senador Kasten mostró su oposición a que se incluyera en la enmienda lo que el consideraba alianzas estratégicas como elementos sinérgicos. Por su parte, el vicepresidente ejecutivo del Comité de Emergencia para el Comercio Americano, un lobby empresarial, se opuso a la consideración de los *license agreements*. A su juicio, las barreras a estos acuerdos comprometían la capacidad de las compañías americanas para actuar en la economía mundial. En todo caso, estas críticas también fueron acogidas y estas dos clases de operaciones fueron excluidas de la redacción final.

Los partidarios de la propuesta por su parte trataron de minimizar los efectos que tendría sobre la inversión extranjera. El Senador Exon insistió en el carácter discrecional de las potestades que confería la propuesta. El Senador Breaux se mostró escéptico respecto de los argumentos de la administración y planteó que en otros países existían leyes que permitían a sus respectivos gobiernos revisar las inversiones extranjeras.

En cambio, sí que había un cierto consenso en las sesiones respecto la necesidad de proteger la seguridad nacional y, con la única excepción del Secretario de Comercio, todos los intervinientes reconocían la conveniencia de conferir al Presidente mayores poderes. Por ello el Senador Exon y sus partidarios decidieron matizar el lenguaje de la propuesta en aras de evitar el veto presidencial y la posible congelación de la inversión extranjera. De esta manera, el 19 de junio de 1987 el Comité de Comercio del Senado aprobó una versión revisada de la propuesta, cambiando los criterios de revisión a “la seguridad nacional y el comercio esencial que afecte a la seguridad nacional”. En su informe final el Comité añadió que de ninguna manera pretendía imponer barreras a la inversión extranjera y que la enmienda no tendría efectos en transacciones que estuviesen fuera de las fronteras de la seguridad nacional.

No obstante, estas revisiones no enfriaron la oposición del gobierno y del tejido empresarial. El Presidente amenazó con vetar en su totalidad la *Omnibus Trade and Competitiveness Act*, por lo que fue objeto de revisión en el Comité Conjunto del Senado y la Cámara de Representantes. La reforma se aprobó como una enmienda de la Sección 721 de la *Defense Production Act* de 1950 y omite cualquier mención al comercio esencial o el bienestar económico. Se conoce como la enmienda Exon-Florio

en atención a la labor del Senador Exon y el Congresista Florio en su tramitación y aprobación.

2.3.3.- El Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS).

El Presidente Reagan delegó en el *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS) sus potestades decisorias y de investigación mediante la Orden Ejecutiva 12.661 de 27 de diciembre de 1988. Esta delegación transformó de manera esencial la naturaleza y funciones del CFIUS. El CFIUS fue creado como un mero órgano administrativo mediante la Orden Ejecutiva 11.858 de 7 de mayo de 1975, cuyas potestades se limitaban a la revisión y análisis del impacto de la inversión extranjera en los Estados Unidos. Sin embargo, la decisión presidencial que modificó la Orden Ejecutiva de 1975 atribuyó al CFIUS la autoridad para asesorar al Presidente y recomendarle que bloqueara operaciones concretas. El CFIUS se configura como un comité integrado por miembros de diversas agencias gubernamentales. Como veremos estas agencias incluyen tanto Departamentos ejecutivos como órganos de la Oficina Ejecutiva del Presidente

En su composición original la integraban el Secretario del Tesoro (Presidente), el Secretario de Estado, el Secretario de Defensa y el Secretario de Comercio. En 1980 se incorporaron el Presidente del Consejo de Asesores Económicos y el Representante Comercial de los Estados Unidos. En 1988 se volvió a reformar la composición para incluir al Fiscal General y el Director de la Oficina de Gestión y Presupuesto. En 1993, tras la enmienda Byrd a la que haremos referencia, se dictó una nueva orden ejecutiva para considerar al Director de la Oficina de Política Científica y Tecnológica, el Asistente del Presidente para Asuntos de Seguridad Nacional y el Asistente del Presidente para Política Económica¹²⁸. En 2003 el Presidente Bush añadió al Secretario de Seguridad Interior. Por tanto, hasta 2007¹²⁹ el CFIUS lo integraban los siguientes miembros:

¹²⁸ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 127.

¹²⁹ En la actualidad su composición se encuentra recogida en la Foreign Investment and National Security Act de 2007 a la que haremos referencia más adelante.

- el Secretario del Tesoro (Presidente),
- el Secretario de Estado,
- el Secretario de Defensa,
- el Secretario de Comercio,
- el Secretario de Seguridad Interior.
- el Representante Comercial de los Estados Unidos,
- el Presidente del Consejo de Asesores Económicos,
- el Fiscal General,
- el Director de la Oficina de Gestión y Presupuesto,
- el Director de la Oficina de Política Científica y Tecnológica,
- el Asistente del Presidente para Asuntos de Seguridad Nacional
- el Asistente del Presidente para Política Económica.

Tras la *Foreign Investment and National Security Act* se dicta la Orden Ejecutiva 13.456, de 15 de enero de 2008. Esta orden amplía el número de miembros del CFIUS que se extiende para poder incluir al responsable de cualquier departamento del ejecutivo, agencia u oficina que el Presidente o el Secretario del Tesoro considere apropiado caso por caso. Esta evolución evidencia el carácter flexible y multidisciplinar que se quiere otorgar al ejercicio de sus facultades. Sin embargo, como veremos a lo largo de este trabajo su composición ha sido objeto de crítica habitual por los partidarios de una política más restrictiva.

2.3.4.- El procedimiento de revisión.

Como advierten GRAHAM y KRUGMAN¹³⁰, la *Defense Production Act* de 1950 era una norma temporal sujeta a autorización periódica por el Congreso. A pesar de ello, desde su aprobación nunca había dejado de estar en vigor y por ello los legisladores consideraron segura la ubicación de la enmienda. Sin embargo, durante el final del 101 Congreso la ley dejó de estar en vigor durante un año. Por ello, cuando se volvió a autorizar se hizo de manera permanente en agosto de 1991 y de este modo se

¹³⁰ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 127.

zanjaron los problemas de temporalidad.

Con arreglo a la norma, el Presidente puede emplear las potestades que se le conferían si consideraba que había evidencias creíbles de que la transacción podría implicar acciones que amenacen con dañar la seguridad nacional. Su ejercicio además queda supeditado a que otras previsiones legales, distintas de la propia enmienda y la *International Economic Powers Act* no confieran al Presidente una autoridad, adecuada y apropiada para proteger la seguridad nacional¹³¹. Además, debe significarse que la decisión presidencial es inapelable, esto es, no es susceptible de revisión judicial.

El procedimiento de revisión se iniciaba bien mediante solicitud voluntaria de cualquiera de las partes intervinientes en la transacción, bien a instancia de una agencia gubernamental a través de uno de los miembros del Comité. Como indican GRAHAM y MARCHICK¹³² el procedimiento se estructura en las siguientes fases:

- Revisión inicial de 30 días desde la recepción de la solicitud.
- Período de investigación de 45 días para las transacciones que precisen una revisión adicional. La revisión es necesaria si la transacción amenaza con perjudicar la seguridad nacional y la amenaza no se ha mitigado durante la revisión inicial; si la transacción está controlada por un gobierno extranjero; o si la transacción determinará el control de una infraestructura crítica por un extranjero y puede perjudicar a la seguridad nacional, sin que el perjuicio haya sido mitigado o si a propuesta de la agencia gubernamental que dirige la investigación se considera que es necesaria la investigación.
- Informe formal al Presidente.
- Decisión del Presidente en plazo de 15 días desde la recepción del informe,

¹³¹ *El Presidente puede ejercer la autoridad conferida por el párrafo (1), sólo si estima que (A) hay una evidencia creíble que lleva al Presidente a creer que el interés extranjero que ejerce el control podría realizar acciones que amenacen con dañar la seguridad nacional; y (B) las previsiones de la ley, distintas de esta sección y la International Emergency Economic Powers Act, a juicio del Presidente, no le dan autoridad adecuada y apropiada para proteger la seguridad nacional en el asunto planteado ante él.*

¹³² GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 35 y ss.

que no está sujeta a revisión judicial.

El período de investigación originariamente era facultativo. Sin embargo, a partir de 1993 pasa a ser preceptivo en determinados supuestos. Ese año entró en vigor la denominada enmienda Byrd¹³³ en virtud de la cual se preveía la aplicación del período de investigación en cualquier supuesto en que una entidad controlada por o actuando por cuenta de un gobierno extranjero intentase participar en cualquier fusión, adquisición o toma de control de una entidad estadounidense que pudiese afectar a la seguridad de los Estados Unidos.

El origen de la enmienda Byrd se remonta a la operación compra de MAMCO, un fabricante de componentes metálicos para la aviación civil, por Chinese National Aero-Technology Import and Export Corporation (CATIC) en 1989. CATIC era propiedad del gobierno chino y era conocida por no respetar las leyes de control de exportaciones. Tras analizar la operación, el CFIUS concluyó que MAMCO poseía tecnologías sujetas a control de exportación y se acordó por el Presidente Bush que se procediese a la desinversión de la empresa americana¹³⁴. La empresa fue finalmente vendida a una compañía americana, pero la actuación de la administración fue muy criticada por la confusión e improvisación con la que se llevó a cabo el asunto.

La causa inmediata de la enmienda Byrd es el intento de compra en 1992 de la división de misiles de LTV Aerospace and Defense Company por Thomson-CSF. Thomson-CSF, empresa perteneciente en un 58% al gobierno francés y uno de los principales contratistas de defensa en Francia. A pesar de que LTV se encontraba en bancarrota la operación planteó numerosos problemas. La operación presentaba ciertas ventajas ya que permitía solucionar el problema financiero de la empresa quebrada y la adquirente y la adquirida eran empresas complementarias (LTV empleaba muchos

¹³³ En 1992 el Congreso modificó la enmienda Exon-Florio a través de la Sección 837(a) de la *National Defense Authorization Act for Fiscal Year 1993*. Esta reforma tomó el nombre de enmienda Byrd en atención al Senador Robert Byrd, autor de la misma.

¹³⁴ Vid. GOES DE MORAES GAVIOLI, Maira. *National Security or Xenophobia: The Impact of the Foreign Investment and National Security Act ("FINSA") in Foreign Investment in the U.S.* Law Raza Journal. Vol. 2: Iss. 1, 2011. Pág. 13.

componentes fabricados por Thomson). Sin embargo, como señalan GRAHAM y KRUGMAN¹³⁵, eran muchos los factores de peso en contra de la operación:

- 1) La empresa adquirida era un gran contratista en materia defensa, encargada de la producción de armas y con acceso a gran cantidad de información clasificada.
- 2) El inversor extranjero era una empresa en poder del gobierno de su país.
- 3) Existía una fuerte presión en el Congreso contra la operación.

De hecho, Martin Marieta, el competidor norteamericano de Thomson, invocó el argumento de seguridad nacional para luchar contra la toma de control y participar en el proceso de ofertas¹³⁶. En efecto, la preocupación que generaba la operación no era injustificada tal y como recuerda MORAN¹³⁷. En primer lugar, Thomson-CSF presentaba antecedentes de estar sometida a instrucciones del gobierno francés, por lo que se planteaba un problema de soberanía en lo relativo al control de la disposición y ritmo de las ventas de la compañía adquirida. Pero, además, existían evidencias de que se habían efectuado ventas a Libia e Iraq. De hecho, durante el ataque a Trípoli en 1986 el único avión americano derribado fue abatido por un misil Crotale fabricado por Thomson y en la primera Guerra del Golfo Iraq había empleado radares de Thomson. Finalmente, en julio de 1992 Thomson-CSF retiró su oferta antes de que se resolviera el proceso de revisión y en septiembre LTV fue comprada por un grupo de inversores americanos (Loral Corporation, Carlyle Group y Northrop Corporation).

En atención a esos precedentes la enmienda Byrd adoptó diversas medidas para los adquirentes controlados por un gobierno extranjero. GRAHAM y KRUGMAN¹³⁸ resumen las previsiones de la enmienda en ocho grandes grupos:

¹³⁵GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 131.

¹³⁶ Vid. GOES DE MORAES GAVIOLI, Maira. *National Security or Xenophobia: The Impact of the Foreign Investment and National Security Act ("FINSA") in Foreign Investment in the U.S.* Law Raza Journal. Vol. 2: Iss. 1, 2011. Págs. 14-16.

¹³⁷ MORAN, Theodore H. *Three threats: an analytical framework for the CFIUS process*. Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2009. Pág. 16

¹³⁸ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 131.

1) Prohibición a inversores controlados por un gobierno extranjero de adquirir un contratista de defensa al que se hayan adjudicado contratos por los Departamentos de Defensa o Energía por importe superior a 500 millones de dólares en un ejercicio fiscal.

2) Prohibición a las entidades bajo el control de un gobierno extranjero de ser adjudicatarios de un contrato que dé acceso a información clasificada de alto secreto salvo autorización del Secretario de Defensa.

3) Investigación preceptiva por el CFIUS cuando un inversor controlado por un gobierno extranjero trate de tomar el control de una empresa americana que produzca tecnologías de defensa, incluso las de doble uso.

4) Inclusión del Director de la Oficina de Política Científica y Tecnológica y el Asistente del Presidente para Asuntos de Seguridad Nacional en el CFIUS.

5) Obligación de presentar informes detallados al Congreso de todos los casos revisados por el CFIUS.

6) Posibilidad de que el Secretario de Defensa solicite que se incluya un análisis de las posibilidades de desviación de tecnología crítica en la revisión del CFIUS.

7) La revisión del CFIUS debe considerar el impacto de la transacción en el liderazgo tecnológico de los Estados Unidos en las áreas que afecten a la seguridad nacional; sus efectos potenciales en la proliferación de armas nucleares, químicas y biológicas y su impacto en las capacidades de países que apoyen el terrorismo.

8) Exigencia de que los Departamentos de Defensa y Energía creen bases de datos para identificar aquellas entidades controladas por gobiernos extranjeros capaces de poner en peligro la seguridad nacional e informar al Congreso sobre ello.

Del tenor de la norma parece que el período de investigación en estos casos se establece con carácter preceptivo. Sin embargo, su aplicación de manera facultativa fue objeto de un intenso debate con ocasión de la adquisición de la *Peninsular and Oriental*

Steam Navigation Company (P&O) por parte de *Dubai Ports World* (DP World), empresa controlada por el gobierno de los Emiratos Árabes Unidos¹³⁹. Desde el Congreso se cuestionó que en este caso no se abriera el período de investigación tras alcanzarse un acuerdo con DP World, fruto del cual la Administración Bush entendió que no se afectaba la seguridad nacional. Los Senadores Carl Levin, Hillary Clinton y Robert Byrd mantuvieron que al obrar de esta manera se estaban vulnerando las previsiones legales. No obstante, el Secretario Adjunto del Tesoro defendió que la enmienda Byrd otorgaba una margen de discrecionalidad al CFIUS a la hora de decidir abrir el período de investigación.

En cuanto al ámbito objetivo de la enmienda Exon Florio debe destacarse que se circunscribe a la inversión extranjera directa en Estados Unidos a través de la toma de control de una empresa. Por ello, como advierten GRAHAM y KRUGMAN¹⁴⁰, no incluye ni la inversión en nuevas instalaciones¹⁴¹, ni la inversión de cartera ni la adquisición de un negocio de propiedad americana pero que opera por completo fuera de los Estados Unidos.

El marco diseñado por la enmienda Exon-Florio otorga un amplio margen de discrecionalidad al CFIUS que GRAHAM y MARCHICK¹⁴² caracterizan por cuatro notas. En primer lugar, no establece un límite temporal para que el CFIUS ejerza su autoridad ni hay causas que limiten su ejercicio. La enmienda simplemente autoriza al CFIUS, en virtud de delegación presidencial, a iniciar el procedimiento de revisión, bien a instancia de las partes, bien unilateralmente a solicitud de cualquiera de sus miembros, incluso si la operación se ha consumado. Sin embargo, la propia ley favorece que se presente la comunicación, pues previene frente a posibles revisiones.

¹³⁹ Vid. GOES DE MORAES GAVIOLI, Maira. *National Security or Xenophobia: The Impact of the Foreign Investment and National Security Act ("FINSa") in Foreign Investment in the U.S.* Law Raza Journal. Vol. 2: Iss. 1, 2011. Págs. 19-20.

¹⁴⁰ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 128.

¹⁴¹ Greenfield investment.

¹⁴² GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 37 a 39.

En segundo término, la enmienda Exon-Florio no da una definición legal del concepto de seguridad nacional, a pesar de que el único objeto del procedimiento ante el CFIUS es precisamente verificar si una operación perjudica a la seguridad nacional. La técnica legislativa adoptada consiste en identificar una serie de factores que pueden considerarse teniendo en consideración las necesidades de la seguridad nacional. Entre estos factores se incluyen:

1) La producción nacional necesaria para las exigencias previstas de la seguridad nacional.

2) La capacidad y disponibilidad de las industrias nacionales para cumplir con las necesidades de seguridad nacional, incluyendo la disponibilidad de recursos humanos, productos, tecnología, materiales y otros suministros y servicios.

3) El control de industrias nacionales y actividad comercial por ciudadanos extranjeros en cuanto afecte a la capacidad y disponibilidad para satisfacer las necesidades de seguridad nacional.

4) Los efectos potenciales de la transacción en la venta de productos militares, equipos o tecnología a un país que apoye el terrorismo o produzca tecnología de misiles o armas químicas y biológicas.

5) Los efectos potenciales de la transacción en el liderazgo tecnológico de los Estados Unidos en las áreas que afecten a la seguridad nacional.

Sin embargo, del tenor de la norma en este punto se desprende que el análisis de estos factores es facultativo y no exhaustivo. De hecho, durante la tramitación parlamentaria el Senado Exon advirtió que el concepto de seguridad nacional debía ser leído de una manera amplia y flexible¹⁴³. Precisamente por ello el CFIUS deliberadamente no incluyó una definición en la reglamentación de desarrollo de la enmienda Exon-Florio¹⁴⁴. De acuerdo con el preámbulo las definiciones manejadas

¹⁴³ Statement of Senator Exon; Congressional Record 134 (April 25, 1988): S4833.

¹⁴⁴ Regulations Implementing Exon-Florio, Code of Federal Regulations, title 31, sec. 800, App. A

podrían cercenar la amplia autoridad presidencial para proteger la seguridad nacional.

En esta línea, debemos resaltar con GRAHAM y KRUGMAN, que *ninguna actividad o industria está automáticamente sujeta a la revisión por el comité, y no se ofrece una definición precisa de “seguridad nacional”*¹⁴⁵. Esta nota de flexibilidad es considerada de manera muy positiva por autores como BYRNE, que resalta que ello *asegura que el CFIUS puede responder a amenazas nuevas o emergentes a la seguridad nacional mientras que previene que el Comité expanda su influencia a áreas que no están propiamente sujetas a su revisión*¹⁴⁶. Como advierten MARCHIK y LARSON¹⁴⁷ la política energética ha tenido que volver a ser vista en términos de seguridad nacional en los últimos años. La contracción de los mercados globales energéticos y la inestabilidad en muchos de los países productores, hace que el gobierno americano tenga fundados intereses de seguridad nacional en preservar la integridad de los mercados. Igualmente la falta de definición ha permitido que el CFIUS haya acordado investigar transacciones que afectan a sectores industriales más allá del puramente militar, como tecnología, telecomunicaciones, energía, recursos naturales, transportes y fabricación.

Ahora bien, esta falta de definición no está exenta de riesgos, ya que tal y como puntualiza BYRNE ha dado pie a considerar que la seguridad económica es parte de la seguridad nacional. Ello puede ser empleado por una administración que movida por planteamientos de proteccionismo económico decida bloquear transacciones que propiamente no constituyen un riesgo para la seguridad nacional¹⁴⁸.

(1988).

¹⁴⁵ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 129.

¹⁴⁶ BYRNE, Matthew R. *Protecting National Security and Promoting Foreign Investment: Maintaining the Exon-Florio Balance*. 67 Ohio State Law Journal. 2006. Pág. 888.

¹⁴⁷ MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right*. Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006. Pág. 21.

¹⁴⁸ BYRNE. Op. Cit. Págs. 889 y 890. En la misma línea GEORGIEV, George Stephanov. *The Reformed CFIUS Regulatory Framework: Mediating Between Continued Openness to Foreign Investment and National Security*. Yale Journal on Regulation. Vol. 25. 2008. Pág. 125.

La tercera característica que denota el amplio margen de discrecionalidad del CFIUS es la amplitud del concepto de control extranjero contenida en el reglamento¹⁴⁹. En la práctica ello ha permitido que el CFIUS pudiera revisar operaciones con independencia que el adquirente extranjero consiguiese un escaso control real. Ello obedece a que ni se establece un umbral de referencia en términos de capital social; la forma del control es irrelevante y puede ser control directo, titularidad de acciones, control indirecto o incluso la adquisición por un extranjero de una compañía extranjera que controle a una americana.

En cuarto lugar, el CFIUS nunca ha delimitado en qué consiste la *evidencia creíble* que según la enmienda Exon-Florio que facultaría al Presidente para bloquear una operación. No obstante, como apuntan GRAHAM y MARCHICK, el propio CFIUS no da una definición clara de qué standard de prueba es éste, más allá de que las pruebas sean dignas de crédito¹⁵⁰.

Estas notas se ven corroboradas por la reforma introducida en 2007 por la *Foreign Investment and National Security Act*. La *Foreign Investment and National Security Act* en la versión que fue finalmente aprobada trató de conciliar todas las inquietudes que se habían planteado en el Congreso a partir de los atentados del 11 de septiembre de 2001. Por un lado, fortalece la capacidad revisora del CFIUS, codifica las prácticas existentes hasta el momento y trata de hacer el proceso más transparente. Por otro, como recuerda GEORGIEV, trata de conseguir un cuidadoso equilibrio con la necesidad de promover la inversión extranjera¹⁵¹. Se trata de incrementar la seguridad regulatoria para evitar que las operaciones puedan verse afectadas por incidencias

¹⁴⁹ El CFIUS define dicho control como *the power, direct or indirect, whether or not exercised, and whether or not exercised or exercisable through the ownership of a majority or a dominant minority of the total outstanding voting securities of an issuer, or by proxy voting, contractual arrangements or other means, to determine, direct or decide matters affecting an entity*. Regulations Implementing Exon-Florio, Code of Federal Regulations, title 31, sec. 800.204, App. A (1988).

¹⁵⁰ GRAHAM, Edward M. y MARCHICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 39 y 40.

¹⁵¹ GEORGIEV, George Stephanov. *The Reformed CFIUS Regulatory Framework: Mediating Between Continued Openness to Foreign Investment and National Security*. Yale Journal on Regulation. Vol. 25. 2008. Pág. 126.

políticas. La reforma introducida en 2007 presenta según FENG¹⁵² cuatro aspectos fundamentales:

a) La FINSA intenta clarificar el concepto de seguridad nacional incluyendo nuevos factores a tomar en consideración. Aunque la enumeración nunca ha sido exhaustiva, ahora se alude expresamente a

- aquellos aspectos relativos a la seguridad interior incluyendo su aplicación a infraestructuras críticas; el concepto de infraestructura crítica se define como *los sistemas y activos, sean físicos o virtuales, tan vitales para los Estados Unidos que la incapacidad o destrucción de dichos sistemas o activos tendría un impacto debilitador en la seguridad nacional*. Se incluyen en el concepto de manera expresa los activos energéticos.

- los potenciales efectos en tecnologías críticas.

- la intervención en la operación de un gobierno extranjero.

- las políticas del país inversor en materia de no proliferación, lucha contra terrorismo y leyes de control a la exportación

-la protección a largo plazo de las necesidades de fuentes de energía y otros recursos críticos para el país.

b) La FINSA amplió el mandato contenido en la enmienda Byrd en el sentido de que el CFIUS deberá instruir el segundo período de revisión de 45 días para las adquisiciones de entidades estatales que pudieran afectar a la seguridad nacional. Además, esta investigación se hace obligatoria en operaciones en que no intervengan gobiernos extranjeros siempre que pudieran poner infraestructuras críticas en manos extranjeras. Ahora bien, en este caso, la investigación puede omitirse si ha habido una adecuada reducción del riesgo.

c) La FINSA codifica el proceso informal de reducción del riesgo y faculta al CFIUS para “negociar, concluir o imponer, y hacer cumplir cualquier acuerdo o condición con cualquier parte de la transacción examinada para reducir cualquier

¹⁵² FENG, Yiheng. *"We Wouldn't Transfer Title To The Devil": Consequences Of The Congressional Politicization Of Foreign Direct Investment On National Security Grounds*. New York University Journal of International Law and Politics. Volume 42, Number 1, Fall 2009. Pág. 297

amenaza para la seguridad nacional”. De hecho se faculta específicamente a la *lead agency* para que adopte las medidas necesarias al respecto.

d) La FINSA establece un mayor nivel de supervisión del Congreso en la aprobación de la transacción. Así reconoce al Congreso la potestad de solicitar un informe sobre cualquier transacción respecto de la cual se haya instruido una investigación. Igualmente el CFIUS debe presentar un informe anual a las Cámaras. El informe debe incluir información sobre las estadísticas, transacciones, procedimientos y medidas de reducción del riesgo acordadas.

La *Foreign Investment and National Security Act* se completa con la Orden Ejecutiva 13.456, de 15 de enero de 2008. Por un lado, esta orden amplía el número de miembros del CFIUS que se extiende para poder incluir al responsable de cualquier departamento del ejecutivo, agencia u oficina que el Presidente o el Secretario del Tesoro considere apropiado caso por caso. Por otro lado, refuerza el papel del Presidente previendo que intervenga cuando se proponga prohibir la transacción, no se alcance un acuerdo o el CFIUS lo solicite.

2.3.5.- Los intentos fallidos de reforma de la enmienda Exon-Florio.

Si bien ya hemos hecho referencia a las reformas operadas, no es menos útil analizar las reformas que se han desechado. Se trata de un instrumento sumamente útil para clarificar el alcance y contenido del régimen vigente. Desde el momento de su aprobación se sucedieron diversas iniciativas en el Congreso en aras de incorporar las previsiones de la propuesta de Exon que, finalmente habían sido descartadas. Con la excepción de la enmienda Byrd y la FINSA, a las que ya hemos hecho referencia, el resto no prosperaron. GRAHAM y MARCHICK sistematizan estos intentos de reforma en cuatro categorías en función de su objeto: el interés económico, la presidencia del Comité, la transferencia de tecnología y la mejora del control¹⁵³.

¹⁵³ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006 Págs. 46 y ss.

a) Interés económico.

Ante el temor de que no se ejercían con la necesaria contundencia las potestades concedidas al presidente, el congresista demócrata Mel Levine presentó *The Foreign Investment and Economic Security Act* en 1991. Hasta entonces el CFIUS había examinado más de 500 transacciones y, sin embargo, sólo aconsejó vetar una de ellas. La propuesta admitía los beneficios que para el crecimiento económico ejercía la inversión extranjera, pero advertía que cuando tenía por objeto industrias esenciales para la seguridad nacional y económica debía ser evaluada con sumo cuidado. Por ello, se proponía modificar la sección 721 para prever que *el Presidente o sus delegados pueden hacer una investigación para determinar los efectos en la seguridad nacional y económica de fusiones y adquisiciones*. Esta propuesta no se llegó a debatir, pero, posteriormente, se presentaron propuestas para modificar la normativa para sectores determinados. Así, en 2001 el congresista Dennis Kucinich presentó la *Steel and National Security Act* aplicable a la industria del acero.

De cualquier manera, lo cierto es que la preocupación por introducir criterios económicos entre los factores de evaluación del CFIUS, en términos parecidos a los que preveía el texto original, ha sido reiterativa. En 1990 el congresista Walgren abogó por un concepto más amplio de seguridad nacional en la medida en que las dimensiones económica y militar del concepto son inseparables. De ser aprobada su propuesta habría permitido al Presidente que tomase en consideración el “control de industrias nacionales y actividades comerciales en la medida en que afectase a la base industrial y tecnológica de los Estados Unidos”.

En 1991 se presentaron sendas propuestas por los congresistas Collins y Levine que incluían cuatro factores adicionales que debía considerar el CFIUS: a) la concentración de inversión extranjera en la industria en cuestión; b) las posiciones en el mercado nacional y mundial de las personas actuantes en el comercio interestatal en los Estados Unidos, las personas extranjeras envueltas en la operación investigada y la concentración global sectores industriales específicos; c) el efecto en tecnologías críticas y d) el hecho de que de las personas actuantes en el comercio interestatal en los Estados Unidos hubiesen percibidos fondos públicos del gobierno americano en los 10 años anteriores y la cuantía de dichos fondos. Estas enmiendas tampoco prosperaron.

En 2005, el congresista republicano Manzullo declaró ante la Comisión de Investigación sobre Economía y Seguridad entre Estados Unidos y China que se debería reformar el proceso ante el CFIUS. A su juicio debería considerarse la seguridad económica como parte de la seguridad nacional. En este contexto, presidido por la polémica acerca de la adquisición de Unocal por CNOOC, el Senador Inhofe propuso una reforma de la *Defense Production Act* que exigía que el CFIUS considerara el impacto de una operación en la seguridad nacional económica y energética.

b) La presidencia del CFIUS.

Las proposiciones que presentaron en 1991 Collins y Levine preveían el nombramiento de del Secretario de Comercio como presidente del CFIUS. Collins razonaba que la presidencia del CFIUS por parte del Secretario del Tesoro generaba un conflicto con la finalidad de su departamento de promover la inversión extranjera. La propuesta de Levine concedía al Secretario de Comercio la potestad de revisar anualmente si el extranjero que había participado en una operación cumplía con los compromisos que había adquirido. La propuesta de Inhofe de 2005 atribuía la presidencia al Departamento de Defensa y más tarde otra propuesta de la Senadora Collins transfería la presidencia al Departamento de Seguridad interior.

c) La transferencia de tecnologías.

Hubo un grupo de propuestas que contuvieron previsiones que obligarían bien al Departamento de Comercio y al de Defensa a identificar cualquier tecnología esencial o crítica envuelta en una transacción. De igual modo, facultarían al Presidente al Presidente para que tuviera en consideración la existencia de dicha tecnología a la hora de determinar los riesgos para la seguridad nacional de esa operación.

En 1990 el congresista demócrata Walgren presentó una propuesta en virtud de la cual cada miembro del CFIUS debía identificar anualmente las tecnologías que fuesen esenciales para la base industrial y tecnológica de los Estados Unidos. En segundo lugar, los Secretarios de Comercio y de Defensa estarían obligados requerir al CFIUS para que iniciara una investigación si determinaban que una fusión, adquisición

o toma de control afectaba a tecnología esencial. En tercer término, se autorizaba al Presidente para tener en cuenta el control de las industrias nacionales y de la actividad comercial por ciudadanos extranjeros en la medida que afectara a la base tecnológica e industrial del país.

La propuesta de la congresista Collins de 1991 a la que ya hemos hecho referencia, obligaba a los Secretarios de Comercio y de Defensa a recopilar información relativa a fusiones, adquisiciones y tomas de control por ciudadanos extranjeros e identificar cualquier plan para transferir tecnología desde los Estados Unidos. Ambos Secretarios debían abrir una investigación si se afectaba a tecnología crítica y se autorizaba al Presidente a considerar los efectos en esas tecnologías para vetar una operación.

d) La mejora del control del CFIUS.

Como hemos indicado anteriormente, una de las preocupaciones comunes respecto de las actuaciones del CFIUS era que el ejecutivo no ejerciese rigurosamente las potestades que tenía atribuidas. Como respuesta a ello, se propusieron una serie de reformas que fortalecían las prerrogativas del Congreso a la hora de fiscalizar la cuestión.

En el año 1991 el congresista Philip Sharp presentó una propuesta titulada *International Mergers and Acquisitions Review Act*. El objetivo de esta ley era permitir al Congreso controlar y, si fuese necesario, regular las fusiones, *joint ventures* y tomas de control internacionales. El planteamiento de Sharp no era novedoso ya que, como se ha señalado, en los años 40 el Comité Kilgore ya había advertido de los riesgos que las prácticas colusorias en el ámbito de la competencia entrañan para la seguridad nacional. En esta línea el congresista defendió la procedencia de crear vínculos entre las dos facetas regulatorias.

La reforma habría dado una redacción nueva a la sección 721 (a) de la Enmienda Exon Florio; requeriría que el CFIUS instruyera una investigación para determinar los efectos en la seguridad nacional de cualquier adquisición propuesta que el Comité de Enlace de Seguridad Nacional hubiese considerado en los términos de la Clayton Act.

Es más, incluso se preveía la posibilidad de una investigación facultativa con carácter general. Por último, fortalecía la autoridad del Presidente al facultarle para actuar en cualquier momento en que cualquier situación de control, fuese extranjera o nacional, amenazara con poner en riesgo la seguridad nacional. En este caso, la enmienda tampoco fue debatida.

Con ocasión de la polémica suscitada en torno a la compra de Unocal por CNOCC en el año 2005, los Senadores republicanos James Inhofe y Richard Shelby presentaron dos propuestas de reforma de la enmienda Exon-Florio. La propuesta de Inhofe habría obligado al Presidente a notificar al Congreso todas las aprobaciones de las operaciones sujetas a investigación y, durante los diez días legislativos tras la notificación, se prohibía que las operaciones se consumasen. Es más, se preveía la posibilidad de retrasar 30 días la operación si el presidente de uno de los comités del congreso presentaba una resolución reprobatoria de la transacción. Por último, si la resolución se aprobaba por ambas cámaras la transacción no podría consumarse.

La propuesta Shelby, que era una enmienda a la propuesta anterior, facultaba a los Comités de Banca de la Cámara de Representantes y del Senado a obligar al CFIUS a investigar o instruir una revisión ampliada de operaciones determinadas. Por último, ambas obligaban al CFIUS a informar mensual o quincenalmente al Congreso.

Si bien GRAHAM y MARCHICK son muy críticos con estas propuestas, que consideran inconstitucionales, precipitadas y poco operativas, lo cierto es que como estos autores reconocen responden a la preocupación que había en el Congreso respecto de la falta de transparencia de los procedimientos ante el CFIUS¹⁵⁴. En particular estas críticas arreciaron por no haber ni siquiera notificado al Congreso la propuesta de adquisición de P&O por Dubai Ports World.

De hecho, el 6 de octubre de 2005 el Government Accountability Office (GAO) presentó un informe muy crítico sobre la aplicación de la enmienda Exon-Florio reflejando esta situación. Como afirman MARCHIK y LARSON, la GAO ha sido

¹⁵⁴ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 51 y 52

sumamente crítica con la labor del CFIUS¹⁵⁵. Así, ha señalado que el Comité tiene un prejuicio en contra de abrir el período de investigación y maneja una definición muy estrecha de seguridad nacional. Desde el punto de vista constitucional, existe falta de entendimiento y apoyo en el Congreso, falta un consenso respecto del proceso de supervisión parlamentaria y la Casa Blanca no tiene un papel claro en la aplicación del procedimiento de revisión. Por último, los Acuerdos de Seguridad Nacional han puesto muchas veces a las empresas extranjeras en situación de desventaja competitiva en el mercado.

En la misma línea, STANLEY señala que *en los últimos años, el CFIUS ha sufrido duras críticas no sólo por revisiones sesgadas, sino también por su indulgencia en la aprobación de operaciones controvertidas. La autoridad del CFIUS, tal como está, no se define estrictamente. El término "seguridad nacional" aún no está definido, lo que permite un amplio margen para la interpretación. La ambigüedad de la definición del término ha llevado sin duda a determinadas ofertas que están siendo evaluadas de forma inadecuada, tales como la adquisición de Smithfields por Shuanghui*¹⁵⁶. *Esta aprobación cosechó una copiosa oposición política por miembros de la Cámara que pensaban que la transacción afectaba en gran medida la seguridad nacional en materia de alimentos. Tal revuelo político ha dado lugar a nuevas iniciativas legislativas para modificar el proceso de revisión del CFIUS y las materias de su competencia*¹⁵⁷.

Por un lado, la congresista demócrata DeLauro propuso en 2014 un nuevo marco legislativo que alteraría sustancialmente el procedimiento. El objeto de la revisión

¹⁵⁵ MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right. Council on Foreign Relations Press*. Nueva York: 2006. Pág. XX.

¹⁵⁶ Se trataba de la adquisición que en mayo de 2003 realizó la empresa china Shuanghui International sobre Smithfield Foods para crear la empresa líder mundial en el sector porcino. Las dos partes sometieron la operación al CFIUS y en el procedimiento se debatió si la amenaza de contaminación alimenticia era una preocupación de seguridad nacional. Vid. STANLEY, Mary Ellen. *From China with Love: Espionage in the Age of Foreign Investment*. Brooklyn Journal of International Law. Vol. 40. Issue 3. 2015. Pág.1047 y 1048.

¹⁵⁷ STANLEY, Mary Ellen. *From China with Love: Espionage in the Age of Foreign Investment*. Brooklyn Journal of International Law. Vol. 40. Issue 3. 2015. Pág.1059.

incluiría no sólo la seguridad nacional, sino el beneficio neto para los Estados Unidos y el impacto en otros intereses de la nación¹⁵⁸, así como para extenderse a la inversión en nuevas instalaciones¹⁵⁹. Por otro lado, la Senadora Stabenow también anunció una iniciativa similar¹⁶⁰.

¹⁵⁸ En septiembre de 2014, la congresista Rosa DeLauro, demócrata de Connecticut, propuso una medida legislativa titulada "Foreign Investment and Economic Security Act of 2014" ("FIESA"), que no sólo alteraría radicalmente el proceso de revisión del CFIUS, sino que extiende drásticamente su alcance. La legislación propuesta ampliaría las revisiones del CFIUS más allá de la seguridad nacional para incluir un análisis de las transacciones en relación con el "beneficio neto" a los intereses de Estados Unidos, y "otros fines". En concreto, la legislación incluiría un análisis del impacto de una transacción en otros intereses importantes de la nación, incluyendo "la actividad económica, el empleo, la tecnología, la productividad, la salud pública y la seguridad." El análisis sobre el proyecto de ley confirmó que siendo realistas no se promulgaría debido a su tardía introducción en el Congreso y el alcance controvertido, pero el proyecto de ley buscaba "revivir el debate sobre el alcance de la revisión del CFIUS, incluyendo si, cuándo y cómo ampliar la revisión sobre factores distintos de la seguridad nacional. La propuesta de revisión del beneficio" de una transacción afecta a una multitud de elementos del examen del CFIUS. Estos elementos incluyen, en primer lugar, "el efecto sobre el nivel de actividad económica en los Estados Unidos". En segundo lugar, si una transacción está influida por un gobierno extranjero, el Comité debe tener en cuenta la "gobernanza y la orientación comercial de la persona extranjera, "cómo y en qué medida la persona extranjera involucrada en una transacción es propiedad, o está controlada o influida por un gobierno extranjero, y las políticas del gobierno estatal aplicable en relación con el apoyo y el sector económico. La legislación también obliga al CFIUS a considerar si la persona extranjera "se adhiere a los estándares de los Estados Unidos de gobierno corporativo", y si el país de origen es "adecuada y comprometida con los valores de la Securities and Exchange Commission y el Public Company Accounting Oversight Board". STANLEY, Mary Ellen. *From China with Love: Espionage in the Age of Foreign Investment*. Brooklyn Journal of International Law. Vol. 40. Issue 3. 2015. Pág.1059-1060.

¹⁵⁹ Por último, la iniciativa legislativa propone que el CFIUS revise las operaciones de cualquier "construcción de una nueva planta en los Estados Unidos por cualquier persona extranjera," independientemente de si la inversión subyacente implicaba una fusión, adquisición o toma de control. Además de estos cambios de fondo, la legislación también prevé nuevas protecciones procesales para las partes en una transacción. A diferencia de la Sección, FIESA incluye el derecho a apelar una determinación final. Si las partes desean apelar, pueden presentar información adicional en los treinta días después de la determinación para demostrar que su transacción proporcionará un "beneficio neto" para los Estados Unidos. TANLEY, Mary Ellen. *From China with Love: Espionage in the Age of Foreign Investment*. Brooklyn Journal of International Law. Vol. 40. Issue 3. 2015. Pág. 1060.

¹⁶⁰ También se ha anunciado legislación adicional relativa al CFIUS por otro oponente público de la

*transacción Shuanghui, la presidenta de la Comisión de Agricultura, Nutrición y Silvicultura del Senado de los Estados Unidos, Debbie Stabenow, demócrata de Michigan. La Senadora Stabenow anunció que se están preparando leyes para "reacondicionar el proceso de revisión del gobierno estadounidense de adquisiciones extranjeras". Al igual que la congresista DeLauro, la Senadora Stabenow hace hincapié en que "el proceso de revisión del gobierno de las adquisiciones extranjeras de empresas estadounidenses" debe tener en cuenta "el impacto que la compra podría tener sobre una amplia gama de prioridades e intereses nacionales". La Senadora Stabenow también insinúa que la Comisión debe ir más allá del estricto propósito original del CFIUS, de preservar la seguridad nacional, para evaluar otros intereses, como las ramificaciones económicas y culturales de la nación. STANLEY, Mary Ellen. *From China with Love: Espionage in the Age of Foreign Investment*. Brooklyn Journal of International Law. Vol. 40. Issue 3. 2015. Pág. 1061.*

2.4.- La aplicación práctica de la enmienda Exon-Florio.

Como hemos indicado, la enmienda Exon-Florio concedía un amplio margen de flexibilidad y discrecionalidad al CFIUS. El concepto de seguridad nacional que ha empleado el CFIUS ha sido necesariamente variable, en atención a las circunstancias de cada momento. Por ello, tras los atentados del 11 de septiembre de 2001, los analistas coinciden en destacar que se ha producido un endurecimiento respecto del concepto de riesgos para la seguridad nacional¹⁶¹. Aun así, debe destacarse que los datos publicados ponen de manifiesto que las operaciones internacionales afectadas por la enmienda desde su entrada en vigor constituyen un porcentaje muy reducido del total de inversión extranjera directa en los Estados Unidos.

Como consecuencia de esa flexibilidad a la que nos hemos referido, las agencias que integran el CFIUS nunca han hecho pública una lista de los riesgos asociados a la inversión extranjera. No obstante, en su monografía GRAHAM y MARCHICK elaboran un catálogo de riesgos basados en las entrevistas que mantuvieron con funcionarios del CFIUS¹⁶². Según estos autores las amenazas que más habitualmente considera el CFIUS respecto de las acciones de inversores extranjeros son las siguientes:

- Clausura o sabotaje de una instalación crítica en los Estados Unidos.
- Impedir el cumplimiento de una ley de los Estados Unidos o una investigación de seguridad nacional.
- Acceder a datos sensibles, o tomar conocimiento de una investigación federal o métodos empleados por la inteligencia americana y/o agencias encargadas del cumplimiento de la ley, incluyendo el traslado de datos de la transacción y archivos

¹⁶¹ TRAVALINI, Joanna Rubin. *Foreign Direct Investment in the United States: Achieving a Balance between National Economy Benefits and National Security Interests*. Northwestern Journal of International Law and Business. Volume 31. Issue 3. 2009. Págs. 787.

¹⁶² GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006 Págs. 53 y 54.

fuera del país.

- Limitar el acceso del gobierno de los Estados Unidos a información necesaria para el seguimiento o cumplimiento de la ley.

- Negar tecnología crítica o productos clave al gobierno o industria de los Estados Unidos.

- Trasladar fuera del territorio nacional tecnología crítica o productos clave que sean importantes para la defensa nacional, operaciones de inteligencia o la seguridad interior.

- Transferir ilegalmente al extranjero tecnología sujeta a las leyes americanas de control de exportaciones.

- Deteriorar el liderazgo tecnológico americano en un sector con importantes aplicaciones para la defensa, la inteligencia o la seguridad interior.

- Facilitar el espionaje estatal o económico a través de la adquisición de una compañía americana.

- Ayudar las capacidades militar o de inteligencia de un país extranjero con intereses contrarios a los de los Estados Unidos.

Estos factores, si bien coinciden en algunos aspectos con los criterios enumerados en la enmienda Exon-Florio, son muchos más amplios y, obviamente, constituyen generalizaciones que deben examinarse en cada caso. No obstante, como destacan GRAHAM y MARCHICK¹⁶³, de los mismos se desprende la presunción de que existe algo sospechoso en las empresas extranjeras y se cuestionan, si en el contexto de la globalización, existen criterios que permitan determinar la nacionalidad de las grandes corporaciones multinacionales.

¹⁶³ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006 Pág. 55.

El criterio de la sede de la empresa dista mucho de ser fiable y, salvo excepciones vinculadas a sectores determinados que prefieren mantener una identidad nacional, muchas de estas compañías se posicionan e identifican como empresas globales. Tampoco la titularidad del capital es un criterio definitivo, ya que en las grandes empresas cotizadas los inversores institucionales suelen poseer importantes paquetes accionariales. Estos inversores pueden tener su sede dentro o fuera de los Estados Unidos y captar fondos tanto allí como en países extranjeros¹⁶⁴.

Por ello, GRAHAM y MARCHICK consideran que el elemento formal de extranjería no evidencia riesgos en el caso de multinacionales y que es preciso atender a las circunstancias de cada caso concreto: hechos específicos asociados con el adquirente, su liderazgo y accionistas y el activo en concreto que se va adquirir.

De acuerdo con los datos de GRAHAM y MARCHICK¹⁶⁵, hasta el año 2005 se habían presentado 1593 notificaciones ante el CFIUS, lo que representaría en torno a un 10% de la inversión extranjera directa en los Estados Unidos durante ese período. Si bien durante los primeros cuatro años de vigencia de la enmienda Exon-Florio, se produjo una gran cantidad de notificaciones, a partir de 1992 el nivel se estabilizó en una horquilla de entre 40 y 80 anuales. Ello obedece según dichos autores a la incertidumbre que generó en los primeros años su aplicación, por lo que en los primeros años se debieron abrir más expedientes de los necesarios.

Por su parte, tras los atentados del 11 de septiembre de 2001, la cifra de investigaciones y desistimientos aumentó. Ello refleja una mayor intensidad en el nivel

¹⁶⁴ GRAHAM y MARCHNICK ponen el ilustrativo ejemplo de BP, una empresa formalmente británica, cuyo capital está detentado en un 80% por inversores institucionales y cuyos accionistas americanos tienen un capital similar al de los británicos (40% frente a 42% aproximadamente). Comparan estas cifras con las de empresas como General Electric, DuPont's y Exxon Mobil y concluyen que no existen diferencias sustanciales pues todas son empresas multinacionales con una perspectiva global. GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006 Pág. 56.

¹⁶⁵ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006 Pág. 56.

de control de las inversiones extranjeras que se enmarca en la situación de mayor control de seguridad, consecuencia de la mayor preocupación general por la seguridad en los Estados Unidos. Así, en febrero de 2003 el Presidente Bush decidió integrar en el CFIUS al Departamento de Seguridad Interior, con lo que el equilibrio en el seno del Comité se desplazó a favor de las agencias dedicadas a asuntos de seguridad en detrimento de las que se dedican a asuntos de política económica. A pesar de las críticas que recibió la Administración Bush con ocasión de la adquisición de Dubai Ports World, lo cierto es que sus altos funcionarios no se han mostrado tan proclives a la inversión extranjera como sus predecesores en la Administración Clinton. La mayor preocupación por la seguridad en el seno del CFIUS se tradujo en un mayor número de investigaciones y unas condiciones más estrictas desde del punto de vista de la seguridad para aprobar cada operación. Desde 1988, los datos oficiales suministrados en los informes anuales son los siguientes

<i>Año</i>	<i>Comunicaciones al CFIUS</i>	<i>Investigaciones del CFIUS</i>	<i>Ofertas retiradas</i>	<i>Decisiones presidenciales</i>
1988	14	1	0	0
1989	200	5	2	1
1990	295	6	2	0
1991	152	1	0	0
1992	106	2	1	0
1993	82	0	0	0
1994	69	0	0	0
1995	81	0	0	0
1996	55	0	0	0
1997	62	0	0	0
1998	65	2	2	0
1999	79	0	0	0
2000	72	1	0	0
2001	55	1	1	0
2002	43	0	0	0
2003	41	2	1	0

2004	53	2	2	0
2005	64	1	1	0
2006	111	7	5	0
2007	138	6	5	0
2008	155	23	23	0
2009	65	25	7	0
2010	93	35	12	0
2011	111	40	6	0
2012	114	45	22	1
2013	97	48	8	0
2014	147	51	12	0

Estas cifras fueron utilizadas por el Senador Inhofe en su discurso del 21 de julio de 2005 para poner de manifiesto que el CFIUS no manejaba un concepto adecuado de la seguridad nacional. El Senador recalcó que “de los mas de 1500 casos de de inversiones o adquisiciones extranjeras en los Estados Unidos, el CFIUS sólo ha investigado 24. Y sólo un caso concluyó en un bloqueo real de la transacción”. Ahora bien, según GRAHAM y MARCHICK, estas cifras no ofrecen una imagen real de la situación, por lo que no constituirían una referencia válida. Por un lado, una cantidad significativa de operaciones fueron canceladas tras consultas informales; 13 después del inicio de la investigación y otras dentro de los treinta primeros días de revisión.

La cuestión es que en la práctica, el objetivo del CFIUS, más que vetar una transacción determinada, es reducir la amenaza potencial que para la seguridad nacional puede ocasionar. Ello se ha intentado por cauces muy diversos, como acuerdos o cartas de compromiso con las partes. Estas medidas se negocian informalmente, incluso antes de la apertura formal del proceso, por lo que la investigación sólo se abre si el período de revisión de 30 días es insuficiente bien para alcanzar un acuerdo con los sujetos que intervienen en la operación, bien para alcanzar un consenso en el seno del CFIUS respecto de los métodos que deben aplicarse para reducir la amenaza.

Este esquema ha sido criticado por los costes de transacción que genera. En 2009, al poco de la entrada en vigor de la reforma introducida por la FINSA, TRAVALINI advertía que *para los adquirentes extranjeros de empresas, el proceso reformado de revisión del CFIUS tiene varias implicaciones. En primer lugar, los inversores deben tener en cuenta el tiempo adicional y el riesgo de una revisión de seguridad. Estos factores podrían llegar a ser un elemento disuasorio para los potenciales inversores que no quieran admitir el escrutinio intenso y el prolongado proceso necesario para comenzar la conclusión de sus contratos. En segundo lugar, los inversores extranjeros deben tener en cuenta los costes y las cargas asociadas con el proceso de revisión del CFIUS. Hay un gasto y carga necesarios para generar la información precisa para los documentos que se deben presentar, así como el riesgo de que la presentación va a plantear cuestiones que podrían haber otro modo pasado desapercibidas. Además, los inversores extranjeros deben tener en cuenta las concesiones que el CFIUS podría requerir con el fin de aprobar la transacción. En las transacciones pasadas, las concesiones han incluido desinversión de filiales con tecnología sensible y concluir acuerdos relativos a la seguridad de la red o el acceso del gobierno a la infraestructura crítica. En tercer lugar, los oferentes que compiten por adquisiciones nacionales pueden utilizar el proceso de revisión del CFIUS en su beneficio mediante la manipulación del sistema y hacer ofertas no solicitadas u hostiles. La existencia de los inversores reales o potenciales que no plantean problemas Exon-Florio o CFIUS puede dar lugar a que los inversores paguen una prima de riesgo para compensar a la empresa estadounidense objetivo por el riesgo. Los inversores que entiendan el proceso de revisión pueden ser capaces de hacer ofertas más bajas para las adquisiciones asumiendo que serán aprobados y los competidores potenciales no recibirán la aprobación de la transacción. En el caso de ofertas hostiles o no solicitadas, los inversores extranjeros pueden tratar de utilizar el proceso CFIUS para retrasar el cierre de la transacción o dar al Comité información desfavorable para dañar a un competidor y evitar que la transacción sea aprobada*¹⁶⁶.

¹⁶⁶ TRAVALINI, Joanna Rubin. *Foreign Direct Investment in the United States: Achieving a Balance between National Economy Benefits and National Security Interests*. Northwestern Journal of International Law and Business. Volume 31. Issue 3. 2009. Págs. 795-796.

Cinco años más tarde, en la misma línea, TIPLER hace hincapié en la configuración de la noción de seguridad nacional como concepto jurídico indeterminado y las consecuencias que ello conlleva¹⁶⁷. En particular subraya la incertidumbre que se genera y las consecuencias económicas que ello tiene en todos los órdenes, en particular por la falta de transparencia¹⁶⁸. A su juicio el proceso genera incertidumbre en cuanto a su contenido y a la duración del mismo, lo que tiene efectos negativos en los flujos de inversión extranjera¹⁶⁹.

¹⁶⁷ Señala que, en primer lugar, la falta de definición de seguridad nacional aumenta la incertidumbre y retrasa las transacciones, lo que reduce significativamente el valor de las ofertas. En segundo lugar, las partes suelen gastar tiempo y capital considerables a la hora de fijar la estructura de un acuerdo, sólo para ver que se derrumba cuando se hace evidente que CFIUS bloqueará el acuerdo. En tercer lugar, los costes de seguimiento y examen del Comité son mayores debido a la ausencia de una dirección clara en cuanto a la revisión de la seguridad nacional. Por último, la falta de claridad en cuanto a la seguridad nacional permite que el Comité y el Presidente bloqueen las transacciones por razones aparentemente políticas, que pueden dar lugar a medidas de retorsión por los países anfitriones de las empresas cuyas inversiones estén bloqueadas. TIPLER, Christopher M. *Defining 'National Security': Resolving Ambiguity in the CFIUS Regulations*. 35 *University of Pennsylvania Journal of International Law*. 2014. Págs. 1224-1225.

¹⁶⁸ La falta de claridad en cuanto a la "seguridad nacional" en el reglamento de CFIUS impone costes significativos a las partes que realizan transacciones transfronterizas debido a la incertidumbre con respecto a las operaciones que pueden ser objeto de revisión y los retrasos causados por el proceso de revisión e investigación del CFIUS. Esto también aumenta los costes de revisión de la Comisión, ya que muchas empresas no sospechan que su acuerdo estará sujeto a revisión del CFIUS y no presentan una notificación voluntaria o no proporcionan los documentos adecuados. Por lo tanto, si bien el Comité proporciona informes anuales sobre las ofertas sometidas a la revisión del CFIUS, las cifras proporcionadas no reflejan con exactitud los efectos que no proporcionar suficientes referencias en la revisión de la seguridad nacional inflige a las partes que participan en ofertas transfronterizas. Además, muchas de las transacciones se retiran mientras se somete a la revisión del CFIUS o se rompen debido a las restricciones impuestas por los reglamentos. Finalmente, muchos países han creado órganos gubernamentales similares, exponiendo a las empresas estadounidenses que buscan invertir en el extranjero a medidas de retorsión. Como resultado, la falta de claridad en torno a la provisión de seguridad nacional en el reglamento de CFIUS impone costes que superan con creces cualquier estadística notificable. TIPLER, Christopher M. *Defining 'National Security': Resolving Ambiguity in the CFIUS Regulations*. 35 *University of Pennsylvania Journal of International Law*. 2014. Pág. 1250.

¹⁶⁹ La costes adicionales más evidentes se pueden atribuir por la falta de información adecuada a las partes acerca de la evaluación de la seguridad nacional son los costes financieros de la incertidumbre y la demora. En primer lugar, se trata de un principio económico comúnmente entendido y un principio

Lo cierto es que desde 1988 sólo dos operaciones han sido objeto de veto presidencial. La primera tuvo lugar en 1989. Se trata de la compra de MAMCO, un fabricante de componente metálicos para la aviación civil, por Chinese National Aero-Technology Import and Export Corporation (CATIC). Como hemos señalado, CATIC era propiedad del gobierno chino y era conocida por no respetar las leyes de control de exportaciones. Tras analizar la operación, el CFIUS concluyó que MAMCO poseía tecnologías sujetas a control de exportación y se acordó por el Presidente Bush que se procediese a la desinversión de la empresa americana¹⁷⁰. La empresa fue finalmente vendida a una compañía americana, pero la actuación de la administración fue muy criticada por la confusión e improvisación con la que se llevó a cabo el asunto. De hecho, como también hemos advertido, esta operación dio lugar a la enmienda Byrd.

La segunda, que tuvo lugar en 2012, es más interesante, se trata de la adquisición de un parque eólico en Oregón por Ralls Corp, una entidad controlada por dos personas

fundamental del Derecho contractual que la incertidumbre es muy perjudicial en el contexto empresarial. Al reducir la incertidumbre, las partes son más capaces de tomar decisiones informadas de negocios en el presente y de planificar futuros acuerdos comerciales. Por consiguiente, la incertidumbre en torno a la forma en que se interpretará la "seguridad nacional" puede imponer costes severos a las partes de la transacción. En segundo lugar, la totalidad del proceso de revisión del CFIUS puede tardar noventa días para una transacción. Esto puede disminuir el valor de la oferta y la expone a muchos riesgos, especialmente en el contexto empresarial internacional volátil, y tiene el potencial de hacer que el trato ya no sea rentable o deseable. En su conjunto, esta incertidumbre puede conducir a un efecto paralizante que desalienta a las empresas extranjeras a invertir en los Estados Unidos. Sin embargo, si las partes fueran capaces de determinar si la transacción plantea problemas de seguridad nacional y está sujeta a este retraso, podrían contratar de manera que se reduzca el impacto financiero de la demora. Por tanto, al reducir la incertidumbre y los retrasos inesperados derivados de la revisión de seguridad nacional por el CFIUS, la inversión extranjera directa sería más rentable. TIPLER, Christopher M. *Defining 'National Security': Resolving Ambiguity in the CFIUS Regulations*. 35 *University of Pennsylvania Journal of International Law*. 2014. Pág. 1255-1256.

¹⁷⁰ Vid. GOES DE MORAES GAVIOLI, Maira. *National Security or Xenophobia: The Impact of the Foreign Investment and National Security Act ("FINSa") in Foreign Investment in the U.S.* *Law Raza Journal*. Vol. 2: Iss. 1, 2011. Pág. 13.

presuntamente vinculadas con el ejército chino¹⁷¹. Como describe JACKSON, en marzo de 2012, Ralls adquirió los activos de parques eólicos de Terna Energy SA, una empresa establecida en Atenas (Grecia) sin informar de la transacción al CFIUS. En junio de 2012, CFIUS contactó con Ralls y le pidió que la firma presentara una notificación voluntaria para que su inversión fuera revisada con carácter retroactivo. Después de revisar la adquisición, CFIUS recomienda a Ralls detener las operaciones hasta que una investigación completa pudiera ser instruida en atención a las objeciones por parte de la Marina de los EE.UU. sobre la colocación de las turbinas de viento por Ralls cerca o dentro de espacio aéreo restringido de una Instalación del Sistema de Entrenamiento de Armas Navales donde se probaban drones (aviones no tripulados). Después de una investigación exhaustiva, CFIUS recomienda que el presidente Obama bloquee la inversión ordenando una desinversión de la operación e imponiendo otras obligaciones a Ralls para eliminar el equipo que se había instalado¹⁷². El 28 de septiembre de 2012 el Presidente Obama emitió una orden ejecutiva requiriendo formalmente a Ralls que se deshiciese de la propiedad de los parques eólicos, así como que retirara todas las instalaciones, incluidas las cimentaciones, en un plazo de 14 días¹⁷³.

Dos semanas antes de la orden presidencial Ralls ya había demandado al CFIUS ante el Tribunal del Distrito de Columbia. Tras la emisión de aquella amplió la demanda a la propia orden presidencial. Tal y como señala Stanley, *Ralls se convirtió en la primera parte en desafiar la autoridad del CFIUS y la Orden Presidencial ante los tribunales*¹⁷⁴. La demanda fue desestimada y Ralls interpuso el correspondiente recurso ante el Tribunal de Apelación El 15 de julio de 2014, el Tribunal dictó Sentencia

¹⁷¹ ROSE, Paul. *The Foreign Investment and National Security Act of 2007: an assessment of its impact on Sovereign Wealth Funds and State-Owned Enterprises*. Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 231. Moritz College of Law. The Ohio State University. 2014. Pág. 19.

¹⁷² JACKSON, James K. *The Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)*. Congressional Research Service Report. 2014. Pág. 10.

¹⁷³ ROSE, Paul. *The Foreign Investment and National Security Act of 2007: an assessment of its impact on Sovereign Wealth Funds and State-Owned Enterprises*. Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 231. Moritz College of Law. The Ohio State University. 2014. Pág. 19.

¹⁷⁴ STANLEY, Mary Ellen. *From China with Love: Espionage in the Age of Foreign Investment*. Brooklyn Journal of International Law. Vol. 40. Issue 3. 2015. Pág.1034.

estimando la apelación concluyendo que la Orden presidencial había privado a Ralls de su derecho de propiedad sin respetar el derecho al debido proceso debido, previsto en la quinta enmienda de la Constitución. No entraba a valorar el fondo de la decisión, al no estar sujeto a revisión judicial, pero consideró que debía darse acceso a las pruebas no clasificadas en las que el Presidente se había basado y darle la oportunidad de formular alegaciones.

La valoración que se ha hecho de la Sentencia Ralls es controvertida. Así, FITZPATRICK subraya los problemas que plantea, tanto desde el punto de vista de la división de poderes en el sistema constitucional americana como de los valores constitucionales de libertad y seguridad. Concluye que *el poder ejecutivo encontrará formas de evitar la divulgación de información que podría dañar críticamente la diplomacia o la seguridad nacional. Las entidades extranjeras que desean invertir en los Estados Unidos todavía estarán sujetas a la revisión de CFIUS y a las determinaciones del presidente. Sin embargo, Ralls sienta un precedente peligroso por la interferencia judicial en la seguridad nacional y la diplomacia. El aspecto positivo de este caso, sin embargo, es que podría alentar a las ramas políticas a tomar el tipo de acción de reforma que se propone. De esta manera, el gobierno puede defender a los Estados Unidos y proteger sus intereses, mientras que protege los valores ideológicos que definen la nación y su pueblo*¹⁷⁵.

Sin caer en ese alarmismo, WANG indica que La decisión Ralls Corp. es un hito en la historia de las revisiones del CFIUS. Como normalmente se trata de un proceso reservado y oscuro de revisión, las decisiones del CFIUS nunca han sido previamente revisadas por un tribunal federal. El desafío legal traído aquí constituye la primera vez que una compañía extranjera, así como los tribunales, han argumentado que formalmente las decisiones del CFIUS son susceptibles de revisión judicial. La participación del Tribunal, por otra parte, dio un reconocimiento sin precedentes de los derechos de propiedad de una empresa extranjera y la protección bajo el debido proceso. *Sin embargo, mientras que la decisión parecía primero prometer cambios significativos*

¹⁷⁵ FITZPATRICK, Christopher M. *Where Ralls Went Wrong: CFIUS, the Courts, and the Balance of Liberty and Security*. Cornell Law Review Volume 101 Issue 4. 2016. Págs. 113-114.

en el proceso de revisión del CFIUS, varias advertencias en la decisión y la solución final debilitaron este concepto. Aunque se le concedió el debido proceso, la protección puede resultar un tanto hueca debido a las limitaciones en la difusión de la evidencia clasificada y privilegio ejecutivo. Otras cuestiones más fundamentales para el papel de CFIUS permanecen sin respuesta, y en virtud del acuerdo posterior se evitaron a los desafíos amparados en la Administrative Protection Act. Por lo tanto, aunque Ralls no trajo cambios globales al procedimiento del CFIUS, es ciertamente una importante base para futuros litigios. Este es de hecho un momento interesante para CFIUS, y Ralls Corp. podría ser el presagio de un cambio sustancial por venir¹⁷⁶.

¹⁷⁶ WANG, Judy. *Ralls Corp. v. CFIUS: A New Look at Foreign Direct Investments to the US*. Columbia Journal of Transnational Law. Volume 54, Number 3, 2016. Págs. 54-55.

2.5.- La aplicación de la enmienda Exon-Florio en el mercado de las telecomunicaciones.

2.5.1- Introducción.

La aplicación de la enmienda Exon-Florio en el sector de las telecomunicaciones presenta especial interés por diversas razones, tanto teóricas como prácticas. Desde el punto de vista conceptual, debe destacarse en primer término que el desarrollo de las tecnologías de telecomunicaciones es una de las fuerzas características del proceso de globalización económica. Así lo han señalado LACEY y GEORGE al afirmar que *la moderna infraestructura de la información es una fuerza impulsora detrás de la globalización y la emergencia de una economía sin fronteras*¹⁷⁷.

En segundo término, también desde un plano teórico, el sector de las telecomunicaciones es un claro exponente de los nuevos riesgos que para la seguridad económica crea la integración económica global¹⁷⁸. En efecto, como pone de manifiesto LEWIS, la mundialización económica ha obligado a revisar el concepto tradicional de seguridad basado en una noción estrictamente territorial. Sin embargo, en la actualidad la seguridad nacional se enfrenta a nuevas amenazas que se concretan en la utilización de métodos no convencionales y asimétricos de ataque y el aprovechamiento de las debilidades de la infraestructura americana¹⁷⁹.

Para concluir con el marco conceptual, las operaciones en este sector constituyen una manifestación meridiana del carácter horizontal de la seguridad nacional. Tal y

¹⁷⁷ LACEY, Kathleen A. y GEORGE, Barbara Crutchfield. *International Telecommunications Mergers: U. S. National Security Threats Inherent in Foreign Government Ownership of Controlling Interests*. Tulane Journal of Technology and Intellectual Property, Vol. 4, 2002. Pág. 6.

¹⁷⁸ LEWIS, James A. *New objectives for CFIUS: foreign ownership, critical infrastructure, and communications interception*. 57 Federal Communications Law Journal, Mayo de 2005. Págs. 457 a 463.

¹⁷⁹ LEWIS, James A. *New objectives for CFIUS: foreign ownership, critical infrastructure, and communications interception*. 57 Federal Communications Law Journal, Mayo de 2005. Pág. 460.

como advierte LEWIS¹⁸⁰, en el régimen estadounidense existen tres vehículos regulatorios que controlan la presencia extranjera en el sector. En primer lugar, nos encontramos con el regulador sectorial, la *Federal Communications Commission*; en segundo término, el Departamento de Justicia en lo relativo a las implicaciones de defensa de la competencia; finalmente, el CFIUS como agencia específicamente encargada de revisar los aspectos de seguridad nacional de una operación. La existencia de estos tres ámbitos de control, como veremos, evidencia ciertas inconsistencias en la actuación de la administración que pueden ser una fuente de distorsiones en el mercado.

Desde la perspectiva práctica, el sector de las telecomunicaciones constituye igualmente un objeto de sumo interés. Por una parte, permite verificar la eficacia y resultados de la actuación del CFIUS, puesto que los acuerdos de seguridad que se alcanzan tienen cierta publicidad. Como indican GRAHAM y MARCHICK, Su contenido es accesible a través de la página web de la US Federal Communications Commission, ya que el CFIUS emplea la amenaza de revocar la licencia del operador como medida disuasoria que garantice el cumplimiento del acuerdo¹⁸¹. Se trata de una publicidad limitada, pero ciertamente de utilidad para preciar los criterios que manejan en la práctica las agencias integrantes del CFIUS.

Por otra parte, el dinamismo del sector permite que haya habido numerosas adquisiciones extranjeras de compañías americanas, antes y después del 11 de septiembre de 2001, lo que suministra abundante información respecto de los criterios del CFIUS en la práctica. Además, como ha subrayado LEWIS¹⁸², los casos en materia de telecomunicaciones constituyen algunos de los más interesantes a los que se ha enfrentado el CFIUS.

La presencia de una gran cantidad de operaciones relativas al sector de las telecomunicaciones obedece al proceso de liberalización que en el ámbito mundial ha

¹⁸⁰ LEWIS, James A. *New objectives for CFIUS: foreign ownership, critical infrastructure, and communications interception*. 57 *Federal Communications Law Journal*, Mayo de 2005. Pág. 463.

¹⁸¹ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 59.

¹⁸² LEWIS, James A. *New objectives for CFIUS: foreign ownership, critical infrastructure, and communications interception*. 57 *Federal Communications Law Journal*, Mayo de 2005. Pág. 468.

experimentado el sector en los últimos veinte años. Al igual que en Europa, el mercado de las telecomunicaciones viene experimentando desde los años 90 un intenso proceso liberalizador que ha abierto el mercado a los inversores extranjeros. En 1996 el Congreso aprobó la *Telecommunications Act*, una de cuyas finalidades era la promoción de la competencia en diversos sectores del mercado (servicios de larga distancia, inalámbricos, por satélite y locales). Ello propició la canalización de grandes inversiones en compañías de telecomunicaciones y dio lugar a la conocida revolución tecnológica de finales de los 90.

Desde el punto de vista internacional, en 1997 los Estados Unidos y otros 68 países alcanzaron en el seno de la Organización Mundial del Comercio un Acuerdo Básico en Telecomunicaciones¹⁸³. Según indicó el propio Director General de la Organización, Renato Ruggiero, estos 69 países representaban el 90% de los ingresos mundiales por telecomunicaciones y mediante ese instrumento buscaban promover la liberalización del mercado¹⁸⁴. Los países signatarios del acuerdo se comprometieron a abrir sus mercados de telecomunicaciones básicas y por satélite a la inversión extranjera, adoptar políticas procompetitivas y desregulatorias, y permitir a empresas extranjeras participar en sus mercados nacionales.

En este contexto, los Estados Unidos se comprometieron a permitir el acceso a su mercado de los operadores de telecomunicaciones extranjeros. En noviembre de 1997 la Federal Communications Commission adoptó dos medidas en este sentido. Por un lado, aprobó la *Foreign Participation Order* y, por otro, adoptó reglas especiales para el mercado por satélite. Con este paquete de medidas se buscó intensificar la competencia en el mercado favoreciendo la entrada de operadores e inversores extranjeros. Se establecía de esta manera una política de apertura a los operadores e inversores provenientes de otros países de la Organización Mundial de Comercio. Desde entonces la Federal Communications Commission ha examinado y aprobado

¹⁸³ LEWIS, James A. *New objectives for CFIUS: foreign ownership, critical infrastructure, and communications interception*. 57 Federal Communications Law Journal, Mayo de 2005. Pág. 462.

¹⁸⁴ *Ruggiero Congratulates Governments on Landmark Telecommunications Agreement*, World Trade Organization Press Release (February 17, 1997).

multitud de transacciones relativas a inversores extranjeros¹⁸⁵.

2.5.2- Riesgos asociados a la titularidad extranjera en el sector de las telecomunicaciones.

En una primera aproximación, resulta evidente que las comunicaciones desempeñan un papel de especial relevancia en materia de seguridad nacional. LEWIS ha destacado como en el último siglo los Estados se han preocupado de la interceptación de las comunicaciones electrónicas. Indica este autor que *la mayoría de los países tienen agencias, políticas, y estructuras legales que controlan y sacan ventaja de las técnicas de interceptación. Estos mecanismos de control también aseguran las redes de comunicación y la información propias frente a la interceptación por extraños*¹⁸⁶.

La percepción de estos riesgos en la práctica ha sido totalmente distinta especialmente tras los atentados del 11 de septiembre de 2001. Los ataques han cambiado radicalmente las percepciones que inicialmente se tenían al respecto. De manera habitual, los Departamentos de Justicia, de Defensa y de Seguridad Interior y el FBI han solicitado que la Comisión suspenda la aprobación de una operación, a fin de que pudieran completar efectuar un análisis detallado que satisficiera sus exigencias de seguridad.

Inicialmente, durante la elaboración de la *Foreign Participation Order*, se discutió la distribución de competencias con el Ejecutivo en materia de seguridad nacional, cumplimiento de la ley, política exterior y aspectos comerciales. En ese momento el contexto era muy distinto al que se desarrolló a principios del siglo XXI: ni

¹⁸⁵ Desde 1997 docenas de operadores extranjeros han pasado a controlar diversas filiales en los Estados Unidos. Así en 2006 Deutsche Telecom era la propietaria de T-Mobile y Vodafone controlaba aproximadamente el 45 % de Verizon Wireless. Por otro lado, compañías extranjeras han adquirido de otras empresas foráneas filiales americanas; en 2005 British Telecom adquirió Infonet de un consorcio de 6 operadores extranjeros, entre ellos, Telefónica International Holding. Vid. GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 60

¹⁸⁶ LEWIS, James A. *New objectives for CFIUS: foreign ownership, critical infrastructure, and communications interception*. 57 Federal Communications Law Journal, Mayo de 2005. Pág. 458.

el terrorismo ni la crisis económica eran una preocupación y no se percibía como una amenaza económica y política como en la actualidad.

Por ello, no hubo apenas debate respecto de la atribución al Ejecutivo, pues como indica la propia Comisión en el párrafo 63 de la *Foreign Participation Order*:

Debemos insistir, sin embargo, en que esperamos que las preocupaciones de seguridad nacional, cumplimiento de la ley, política exterior y comercial surjan en muy raras circunstancias. Contrariamente a los temores de algunos comentaristas, el panorama de preocupaciones que el Ejecutivo puede plantear en el contexto de solicitudes para la autorización del artículo 214, permisos para tender cable y solicitudes para exceder el límite del 25 % de titularidad extranjera directa del artículo 310 (b) (4) de la ley es muy estrecho y está muy bien definido. Las preocupaciones sobre seguridad nacional y el cumplimiento de la ley han sido tratadas durante mucho tiempo por esta Comisión como importantes factores de interés público. Destacamos que, durante nuestra experiencia de dos años aplicando la Foreign Carrier Entry Order, con aproximadamente 140 autorizaciones concedidas a operadores con propiedad extranjera, el ejecutivo nunca ha pedido a la Comisión que deniegue una solicitud por motivos de seguridad nacional o de cumplimiento de la ley. Análogamente, destacamos que el Ejecutivo, en los dos últimos años, nunca nos ha informado de que una preocupación de política exterior obligara a denegar una solicitud del artículo 214 o del 310 (b) (4). Esperamos que esta tendencia se prolongue, en la medida en que serán muy raras las circunstancias en las que el Ejecutivo nos advierta de que un asunto pendiente de resolver afecta a la seguridad nacional, el cumplimiento de la ley, y obligaciones surgidas de acuerdos internacionales en los que los Estados Unidos sean parte. Cualquier información semejante, sin embargo, sería sumamente importante para nuestro análisis de interés público respecto de una solicitud determinada. Por ello ,acordaremos remitirnos a la pericia de las agencias del Ejecutivo en la identificación e interpretación de asuntos relativos a la seguridad nacional, el cumplimiento de la ley, y la política exterior que sean relevantes en cualquier solicitud que se nos presente.

En cualquier caso, debemos destacar con LEWIS que, desde un punto de vista teórico, la titularidad extranjera genera una serie de riesgos potenciales que pueden

clasificarse en tres categorías: daños a la capacidad de interceptación de las comunicaciones a los efectos del cumplimiento de la ley; espionaje económico y daño potencial a infraestructuras críticas¹⁸⁷.

El riesgo a las capacidades de interceptación de las comunicaciones presenta diversas fuentes: la difuminación de jurisdicciones, la posibilidad de que una empresa extranjera sea menos cooperativa y el conflicto potencial entre autoridades nacionales. En efecto, el conflicto puede surgir de dos maneras, la determinación de los supuestos en que puede autorizarse la intervención y la posibilidad de que los datos operativos se almacenen en el extranjero.

En cuanto al espionaje industrial, se trata de una preocupación que está cobrando cada vez un mayor protagonismo en atención al hecho de que cada vez más países están desarrollando estrategias de inteligencia económica (v.g. Francia o China). En este caso la clave debe ser determinar hasta qué punto la operación en concreto incrementa el riesgo relativo a otras fuentes a través de las cuales recopilar esa inteligencia económica. Ello lleva LEWIS a considerar que en esos casos el riesgo podría reducirse colocando a un empleado nacional en los puestos clave,

La evaluación de riesgos en cuanto a la infraestructura crítica consiste en determinar hasta qué punto la presencia extranjera aumenta su vulnerabilidad. Según LEWIS la vulnerabilidad debe incluir dos aspectos: la posibilidad de interrumpir los servicios y la posibilidad de explotar la titularidad de la infraestructura para obtener un mayor acceso a las comunicaciones.

Sin embargo, tras analizar las distintas operaciones aprobadas, GRAHAM y MARCHICK¹⁸⁸ distinguen dos períodos distintos tomando como referencia temporal los ataques a las Torres Gemelas en 2001. Hasta 2001 según estos autores la preocupación de las agencias del CFIUS se articulaban en torno a cuatro aspectos. En primer lugar, el Departamento de Justicia y el FBI buscaban asegurarse que la propiedad

¹⁸⁷ LEWIS, James A. *New objectives for CFIUS: foreign ownership, critical infrastructure, and communications interception*. 57 Federal Communications Law Journal, Mayo de 2005. Pág. 472.

¹⁸⁸ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 62-64

extranjera de un operador no menoscabase su capacidad para instruir investigaciones, intervenir teléfonos y otras actividades de vigilancia, así como conseguir acceso a los datos de la facturación. Su objetivo era prevenir que la obtención de los datos no pudiera ser demorada por una compañía controlada por un gobierno o nacional de otro país.

En segundo lugar, esas mismas agencias mostraron su preocupación por mantener datos sensibles fuera del alcance de gobiernos extranjeros. Se trataba de evitar que dichos gobiernos pudieran obtener información relativa a los objetivos de seguridad nacional y las investigaciones para garantizar el cumplimiento de la ley que se pudieran seguir, la naturaleza de éstas, las fuentes y métodos que se siguieran. Igualmente, habría que impedir que conocieran la información que el gobierno americano pudiera tener de las actividades de inteligencia extranjeras. Así, en una comparecencia ante el Subcomité de Telecomunicaciones de la Cámara de Representantes, Larry R. Parkinson, a la sazón consejero general del FBI, señaló que

Cuando el control de las comunicaciones y datos americanos se localiza fuera de la jurisdicción de los Estados Unidos, resulta cada vez más difícil ejercer la autoridad legal americana. En algunos casos, puede que no haya una mera práctica de realizar de manera efectiva un seguimiento legal y seguro de las comunicaciones si las instalaciones que procesan las comunicaciones están fuera de los Estados Unidos. Es en última instancia la seguridad del pueblo americano la que sufre las consecuencias de la incapacidad de instruir investigaciones de seguridad nacional y prevenir y detectar actividad criminal a través de herramientas de investigación efectivas, como seguimiento electrónico autorizado judicialmente y la obtención de información transnacional para una investigación legal. Si estos medios se vuelven inútiles, bien debido al ejercicio de una jurisdicción extranjera, bien porque no hay seguridad de que la información confidencial de los Estados Unidos está garantizada, la seguridad y privacidad de los americanos se volverán más vulnerables frente a abusos. Estas preocupaciones existen independientemente de si la entidad que ejerce el control es propiedad de un gobierno extranjero. Incluso si la entidad extranjera controla una red de comunicaciones de titularidad privada, hay motivos para preocuparse de si el operador extranjero puede estar sujeto a las directrices e influencia de un gobierno extranjero para comprometer investigaciones o efectuar y colaborar con esfuerzos de

*inteligencia contra el gobierno y las empresas de los Estados Unidos. En una progresión de riesgo, sin embargo, un proveedor de servicios controlado por un gobierno extranjero o sus representantes se enmarca en el tope de riesgo más alto del espectro*¹⁸⁹.

En tercer término, el Departamento de Justicia se mostró especialmente preocupado por el cumplimiento de la leyes americanas sobre privacidad y la cesión ilegal de datos a personas o gobiernos de países extranjeros. Así lo manifestó Kevin DiGregory, Ayudante Adjunto del Fiscal General, en su comparecencia ante el Subcomité de Telecomunicaciones de la Cámara de Representantes en 2001, al señalar que

Como los asuntos de propiedad, fusiones y adquisiciones presentan estas características, siempre tenemos especialmente en cuenta la necesidad de equilibrar el valor de un mercado libre, para favorecer la innovación continua en las tecnologías de la comunicación, con la protección de la privacidad del público, la protección y la seguridad. En cada caso, empleamos las herramientas legales disponibles para buscar una solución adaptada a los problemas de titularidad extranjera que se presentan. Somos conscientes de que los factores relevantes en torno a los problemas de propiedad, planes de negocio, infraestructura de sistemas, y tecnologías pueden variar significativamente y en aspectos materiales. En algunos casos puede que no sea necesaria ninguna acción; en otros, protecciones a medida pueden garantizar la intimidad, la protección pública y los problemas de seguridad nacional.

A causa de la amplia gama de circunstancias posibles, no ha sido factible identificar una serie de criterios fijos y precisos que cada supuesto inversor extranjero deba satisfacer para proteger adecuadamente a los ciudadanos americanos. En consecuencia, el Departamento de Justicia y el FBI analizan un gran número de factores en cada caso en que la propiedad extranjera amenaza potencialmente la capacidad del gobierno para cumplir con sus responsabilidades frente el público en materia de seguridad nacional y cumplimiento de la ley.

¹⁸⁹ Statement of Larry R. Parkinson, General Counsel for the Federal Bureau of Investigation, before the House Subcommittee on Telecommunications, Trade, and Consumer Protection, Committee on Commerce Foreign Government Ownership of American Telecommunications Companies (September 7, 2000).

Los factores que tenemos en cuenta incluyen, sin ser exhaustivos, los siguientes:

- *¿La titularidad propuesta crea un mayor riesgo de espionaje y espionaje económico de procedencia extranjera contra personas y compañías americanas?*
- *¿La titularidad propuesta compromete nuestra capacidad para proteger la privacidad de los ciudadanos americanos y sus comunicaciones?*
- *¿Se verán afectados la seguridad nacional de los Estados Unidos, el cumplimiento de la ley y la protección pública por la titularidad extranjera propuesta?*
- *¿La compañía tiene políticas existentes para proteger la privacidad, manejar información clasificada y cumplir con un proceso legal?*
- *¿Tiene la empresa un buen historial de cumplimiento de los procesos legales relativos a las capacidades de seguridad nacional y cumplimiento de la ley?*
- *¿Cuál es el grado y naturaleza del control extranjero propuesto?*
- *¿Si la titularidad se transfiere a una entidad extranjera, tenemos garantías adecuadas de que se cumplen los requisitos de prevención de emergencias de seguridad nacional y protección de infraestructuras americanas?*

Analizando estos y otros factores, hemos tenido éxito en la negociación de soluciones cuidadosamente adaptadas a las preocupaciones relativas a la privacidad, la protección pública y la seguridad nacional que se suscitan por la concreta presencia de intereses extranjeros en la propiedad¹⁹⁰.

¹⁹⁰ Statement of Kevin V. Di Gregory, Deputy Assistant Attorney General, Department of Justice, before the House Subcommittee on Telecommunications, Trade, and Consumer Protection, Committee on Commerce, on Foreign Ownership Interests and Foreign Government Ownership Interests in the American Communications Infrastructure (September 7, 2000).

Por último, el Departamento de Defensa solía preocuparse por la adquisición de empresas americanas encargadas de contratos de servicios de comunicación clasificados o sensibles, tanto con el propio Departamento como con otras agencias relacionadas con la seguridad nacional.

2.5.3.- Incidencia de los atentados del 11 de septiembre de 2001.

Los atentados del 11 de septiembre supusieron un cambio radical en la estrategia de seguridad nacional de los Estados Unidos y, como hemos dicho, ello incluyó el control de las comunicaciones. No sólo se creó un Departamento de Seguridad Interior, sino que se tomó en consideración un nuevo objetivo de seguridad nacional, la protección de infraestructuras críticas. Estos cambios incidieron obviamente en el sector de las telecomunicaciones, respecto del cual la atención del CFIUS se intensificó considerablemente.

La evolución en el contenido de los *network security agreements* (NSAs) con los operadores extranjeros pone de manifiesto, de manera clara y práctica, el alcance del cambio a un análisis más amplio en materia de seguimiento electrónico y protección de infraestructuras críticas. Para paliar los riesgos causados a la seguridad nacional, las agencias de seguridad del CFIUS vienen exigiendo a las partes de una transacción objeto de revisión que se comprometan a cumplir unas condiciones que se documentan en un NSA.

Esta clase de acuerdos se aplican en el caso de recepción de inversión extranjera por parte de filiales, divisiones, departamentos, ramas de actividad y otros componentes de la red de telecomunicaciones que suministre servicio entre puntos dentro de los Estados Unidos o con origen o finalización en su territorio. El contenido de un NSA es variable en función del riesgo que se perciba para cada operación concreta.

El alcance y profundidad de la evaluación de seguridad en cada caso depende a

su vez de múltiples factores. Entre estos factores GRAHAM y MARCHICK¹⁹¹ incluyen los siguientes:

- Importancia del sistema de telecomunicaciones para la infraestructura crítica de los Estados Unidos

- Localización de los activos tangibles e intangibles

- Plan de negocios y prácticas propuestas

- Estructura organizativa tanto de la empresa adquirente como de la adquirida

- Alcance y naturaleza del control extranjero

- Nivel de controles nacionales e internacionales sobre las operaciones del sistema

- Riesgos políticos asociados al país del adquirente y la relación de seguridad y política de dicho país con el gobierno de los Estados Unidos

- Existencia de contratos clasificados o sensibles de cualquier manera entre la empresa adquirida y el gobierno de los Estados Unidos, particularmente en materia de defensa, cumplimiento de la ley y agencias nacionales de seguridad.

- Actividad histórica de interceptación relevante.

Cuanto mayor sea el riesgo evaluado por las agencias de seguridad, los requisitos del NSA serán más estrictos. El contenido de estos acuerdos pone de manifiesto de manera sumamente expresiva el cambio de enfoque en la estrategia de seguridad nacional como consecuencia de los ataques del 11 de septiembre al que hemos aludido. Hasta ese momento, los acuerdos se centraban en garantizar la

¹⁹¹ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 64.

posibilidad de realizar seguimientos electrónicos y acceder a los datos de las telecomunicaciones a través de pinchazos, los procedimientos legales para hacerlo y evitar que gobiernos extranjeros pudieran acceder a los datos. Se permitía que las llamadas con origen y destino en los Estados Unidos fueran enrutadas fuera del territorio nacional por razones de buena fe comercial. El operador asumía la obligación de mantener el equipamiento clave de la red, incluyendo centros operativos, routers o conmutadores en territorio americano, a falta de razones de buena fe comercial para mantenerlos en el extranjero. También era habitual que se incluyeran prohibiciones de acceso a los datos y contenidos de las llamadas con inicio y finalización en los Estados Unidos por parte de gobiernos extranjeros. Finalmente, se establecía la obligación de cumplimentar las solicitudes de acceso a los datos y realizar seguimientos en el marco de actuaciones para el cumplimiento de la ley.

Tras los atentados de 2001 y la integración del Departamento de Seguridad Interior en el CFIUS, las condiciones de los NSA se han endurecido considerablemente. La finalidad de este endurecimiento es mejorar las capacidades de las agencias de seguridad para realizar seguimientos electrónicos así como acceder a los datos, por lo que se ha deducido la flexibilidad para enrutar llamadas nacionales y mantener equipo de red fuera del territorio nacional. Además, se ha tomado como modelo los NSA que se suelen efectuar por el Departamento de Defensa para reducir los riesgos de seguridad de empresas extranjeras que son parte en contratos clasificados en materia de Defensa. De acuerdo con GRAHAM y MARCHICK¹⁹², las previsiones más características de los acuerdos posteriores al 11 de septiembre son las siguientes:

- Eliminación de la excepción de buena fe comercial para almacenar datos y enrutar llamadas fuera del territorio de los Estados Unidos.

- Eliminación de la excepción de buena fe comercial para situar equipo de red crítico en el extranjero, exigiendo de esta manera que la red sea totalmente contralada desde los Estados Unidos.

¹⁹² GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 65.

- Permitir que sólo ciudadanos americanos sean contratados para ocupar puestos sensibles para la red y su seguridad.

-Exigencia de control por terceros de los directivos de la compañía y del personal con acceso a funciones críticas de la red.

- Restricción o prohibición de la externalización de funciones objeto del NSA, a no ser que sea aprobado por el Departamento de Seguridad Interior o se realice con la finalidad de su aprobación.

- Conceder a las agencias del gobierno el derecho a inspeccionar las instalaciones en los Estados Unidos y entrevistar al personal empleado en Estados Unidos previo aviso efectuado con una antelación de sólo 30 minutos.

- Exigencia de auditorías efectuadas por terceros respecto del cumplimiento de las previsiones del NSA.

- Exigencia del establecimiento de una estricta política de visitas restringiendo el acceso de extranjeros a instalaciones claves, incluyendo los centros operativos de la red.

- Exigencia de que los altos directivos de la entidad americana y un cierto número de sus consejeros sean ciudadanos americanos aprobados por el gobierno americano y responsables de la supervisión e implementación del NSA.

Tras 2001 son múltiples los ejemplos de transacciones que se han sometido a este tipo de previsiones. El primero de ello fue suscrito por Global Crossing Ltd. y Singapore Technologies Telemmedia en 2003 tras una compleja tramitación que precisó un período de investigación de 45 días por el CFIUS y una decisión del Presidente Bush. Los antecedentes de esta operación se remontan a la declaración de concurso de Global Crossing, un operador de fibra óptica, en 2002. Tras esta declaración la empresa recibió varias ofertas, entre ellas de la compañía de Hong Kong Hutchinson Wampoa. Esta empresa presentaba ciertas conexiones con el gobierno chino, pues altos funcionarios del mismo se encontraban entre sus accionistas. El Departamento de Defensa mostró su preocupación de que China pudiera emplear su influencia en la

adquirente para ganar acceso a las redes de Global Crossing. Por ello, la oferta fue retirada a la vista de la hostilidad que generó durante la investigación. Finalmente Global Crossing acabó en manos de ST Telemedia, propiedad del Grupo Temasek, el holding empresarial del gobierno de Singapur lo que levantó ciertas objeciones por parte de las agencias de seguridad del CFIUS y dio lugar a la tramitación del expediente completo al que hemos hecho referencia.

También se alcanzaron acuerdos similares en otras cuatro transacciones de menor calado: la adquisición por la compañía filipina Pacific Telecom's de Micronesian Telecommunications Corporation, operador local de las Islas Marianas Septentrionales; la compra por parte de Telefónica de NewComm, el quinto operador inalámbrico de Puerto Rico; la compra por parte de VSNL's, propiedad del gobierno de la India en un 26%, de Tyco Global Network titular de una red de backbone fiber ; la adquisición de Cypress Communications, un suministrador de servicios de telecomunicaciones, por Arcapita's de Bahrein; la compra de Telecomunicaciones de Puerto Rico por la empresa mexicana América Móvil, S.A y la fusión entre Alcatel y Lucent en 2006.

Las únicas excepciones a esta tendencia al endurecimiento se han dado fundamentalmente en el sector de las telecomunicaciones por satélite y para adquisiciones efectuadas por los aliados más próximos a los Estados Unidos, señaladamente el Reino Unido. Así para la adquisición por parte de Intelsat de ciertos activos de Loral y para la adquisición de Hughes por News Corp, el gobierno americano sólo precisó la constitución de comité de seguridad o auditoria especial. Este comité se formaba por ciudadanos americanos y se le confería autoridad para supervisar la implementación de los compromisos de seguridad. Estos compromisos no adoptaron la forma de NSA, sino de cartas dirigidas al gobierno de los Estados Unidos, y no incluían las restricciones relativas al control de redes o almacenamiento de datos.

En la compra por British Telecom de Infonet, la compañía británica se comprometió a mantener fuertes políticas de seguridad, creando un consejo de seguridad en la filial americana, confirmando la capacidad de dirigir la red americana desde los Estados Unidos en caso de emergencia nacional e implantando la supervisión por parte de terceros sobre los empleados en puestos sensibles.

Tras analizar el contenido de esos acuerdos GRAHAM y MARCHICK¹⁹³ consideran que se pueden observar ciertas características respecto de la forma en que el CFIUS analiza los riesgos asociados a una transacción y las medidas que se establecen para mitigarlos. En primer lugar, las redes de fibra y backbone se consideran más importantes desde una perspectiva de seguridad nacional que las redes inalámbricas o por satélite. Así lo demuestra el hecho de que las adquisiciones de Global Crossing, Tyco y Micronesian Telecommunications Corporations precisaron de amplios y rigurosos NSAs.

Ahora bien, estos autores admiten que la decisión final estuvo sin duda mediatizada por el precedente de Global Crossing, que presentaba una importancia cuantitativa y cualitativa muy superior. En segundo término, en el caso de adquirentes procedentes de aliados estratégicos y políticos se percibe un riesgo menor para la seguridad. Lo pone de manifiesto que las compras por entidades británicas se sometieran a menos restricciones respecto de las adquisiciones por entidades de la India o Bahrein. Por último, en el caso de empresas controladas por un gobierno extranjero, también suele endurecerse el contenido de los requisitos de seguridad exigidos.

Este marco normativo y administrativo merece para GRAHAM y MARCHICK¹⁹⁴ una crítica muy severa pues distorsiona el funcionamiento del mercado. Las medidas que imponen los NSAs como consecuencia de una revisión se traducen generalmente en un importante aumento de costes que, indudablemente, tienen serios efectos competitivos. A juicio de estos autores esta situación pone de manifiesto dos clases de arbitrariedades. Por un lado, no resulta razonable que se impongan restricciones de este calado cuando no se hace a las empresas norteamericanas. Ciertamente éstas suelen colaborar con la administración y tienen exigentes protocolos de seguridad, pero en ningún caso están sometidas a condiciones comparables a las de

¹⁹³ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 67

¹⁹⁴ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 68

los NSAs¹⁹⁵. En palabras de LAVEY, en esta práctica subyace la *creencia de que algunas de las adquisiciones extranjeras de negocios americanos pueden plantear amenazas a la seguridad nacional que no existirían si esos negocios continuasen bajo control y propiedad americanos*¹⁹⁶. Por otro lado, los cambios operados tras los atentados del 11 de septiembre, suponen que los adquirentes extranjeros objeto de revisión tras 2001 están sometidos a condiciones más severas que los que lo fueron antes, aunque su situación sea similar.

Esta situación estaría a su juicio injustificada, pues obedece a circunstancias ajenas al propio procedimiento regulado en la Enmienda Exon-Florio. Este procedimiento se está empleando como el único instrumento regulatorio que permite incrementar los niveles de seguridad e integridad del sistema en el sector de las telecomunicaciones, que es en realidad una medida que debería afectar a todo el sector y no sólo a los operadores extranjeros. De la misma manera LEWIS indica que los riesgos creados por la liberalización del mercado de las telecomunicaciones no obedecen exclusivamente a que la propiedad esté en manos extranjeras¹⁹⁷. En esta línea LAVEY insiste en la necesidad de abordar los aspectos de seguridad no sólo desde la óptica de la presencia extranjera, sino de la industria en concreto¹⁹⁸.

Por su propia esencia y finalidad, los procedimientos ante el CFIUS deben identificar de modo preciso los riesgos que obedecen únicamente a la presencia de propiedad extranjera y adoptar las medidas precisas únicamente a estos efectos, es decir, tienen un ámbito limitado.

¹⁹⁵ Vid. LAVEY, Warren G. *Telecom Globalization and Deregulation Encounter U.S. National Security and Labor Concerns*. Program on Information Resources Policy Center for Information Policy Research. Harvard University. June 2007

¹⁹⁶ LAVEY, Warren G. *Telecom Globalization and Deregulation Encounter U.S. National Security and Labor Concerns*. Program on Information Resources Policy Center for Information Policy Research. Harvard University. June 2007. Pág. 127.

¹⁹⁷ LEWIS, James A. *New objectives for CFIUS: foreign ownership, critical infrastructure, and communications interception*. 57 *Federal Communications Law Journal*, Mayo de 2005. Pág. 475.

¹⁹⁸ LAVEY, Warren G. *Telecom Globalization and Deregulation Encounter U.S. National Security and Labor Concerns*. Program on Information Resources Policy Center for Information Policy Research. Harvard University. June 2007. Págs. 126 y 164 y ss.

Debería lograrse que el Congreso autorice a las agencias de seguridad a adoptar medidas con carácter general en todo el sector, pues el recurso a la enmienda Exon-Florio es insuficiente y distorsionador. Como apuntan GRAHAM y MARCHIK obedece al análisis de situaciones concretas que se realiza en un momento temporal determinado. Sin embargo, como sus consecuencias se perpetúan en el tiempo, condena a operadores en situación semejante a someterse a requerimientos diversos y a permanecer en posiciones persistentes de desventaja en el mercado. De hecho, como advierte LAVEY¹⁹⁹, la propia Comisión Europea ha expresado su preocupación respecto de que las medidas adoptadas por los Estados Unidos puedan ser interpretadas como una forma de proteccionismo que va más allá de las exigencias de seguridad nacional.

¹⁹⁹ LAVEY, Warren G. *Telecom Globalization and Deregulation Encounter U.S. National Security and Labor Concerns*. Program on Information Resources Policy Center for Information Policy Research. Harvard University. June 2007. Págs. 159 y ss.

2.6.- Las adquisiciones en el sector de la Defensa.

Ciertamente, el sector de la defensa debería ser el más claro exponente respecto de las medidas de seguridad que se adoptan en los Estados Unidos frente a la inversión extranjera directa. Sin embargo, tal y como indican GRAHAM y MARCHICK²⁰⁰, a diferencia de lo que sucede en materia de telecomunicaciones los acuerdos que se alcanzan permanecen secretos. Por tanto, resulta difícil valorar la incidencia real de la normativa en el sector de la defensa a pesar del interés que presenta en atención a los intereses públicos contrapuestos que cobra un cariz muy distinto al de otros sectores.

Decimos que cobran un cariz distinto puesto que en el sector de la defensa la Administración ocupa una posición dual. Por un lado, el Departamento de Defensa es el consumidor de los productos y servicios de la industria. Por ello, le beneficia la dinámica competitiva que pueden introducir los contratistas extranjeros. Ahora bien, no es menos cierto que, como ya hemos apuntado, tiene también un caloroso interés en garantizar la superioridad tecnológica frente a posibles rivales y garantizar que no acceda a tecnologías secretas.

Ya hemos señalado que existe en Estados Unidos una arraigada conciencia tanto en el Gobierno como en la opinión pública en contra de la posibilidad de que las empresas vinculadas a actividades militares puedan estar bajo control extranjero²⁰¹. La mentalidad *buy american* no sólo no disminuyó con el fin de la Guerra Fría, sino que se ha incrementado. De hecho, según indican LARSON y MARCHIK una encuesta realizada en 2006 puso de manifiesto que el 53% de los americanos creía que la propiedad extranjera de empresas americanas es mala para el país²⁰².

Existen excepciones, pero normalmente aparecen vinculadas a empresas británicas o canadienses con un historial largo y acreditado. Ciertamente, como apuntan

²⁰⁰ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 73.

²⁰¹ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 112.

²⁰² MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right*. Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006. Pág. 3

GRAHAM y MARCHICK a finales de los noventa se difundió una corriente que pretendía eliminar las barreras a la colaboración transatlántica. Sin embargo, según estos autores, la incidencia real de esta apertura es limitada, ya que existe en el Departamento de Defensa la percepción de que Europa es un vínculo débil en el control de las exportaciones de material sensible a China²⁰³.

Junto al proceso regulado en la enmienda ExonFlorio, existe una amplia normativa sectorial que permite controlar la inversión extranjera en el sector de la defensa. De acuerdo con el *National Industrial Security Program Operating Manual* (NISPOM), redactado en cumplimiento de la orden ejecutiva 12829, todo contratista de defensa debe disponer de autorización para acceder a material clasificado o ser adjudicatario de un contrato clasificado. El NISPOM contiene previsiones detalladas respecto de un contratista que se encuentra bajo propiedad, control o influencia extranjera (FOCI) y sitúa el umbral de esta situación en un 5% de los derechos de voto. En el momento en el que un contratista se encuentra en esa situación su autorización queda suspendida. Sin embargo, se admiten supuestos en los que no existe riesgo que coincidan sustancialmente con las medidas que exige el CFIUS para aprobar una inversión extranjera. La única diferencia sustantiva es que el proceso FOCI no está sujeto a limitaciones temporales, lo que da pie a que la operación quede en un limbo regulatorio durante meses.

El procedimiento de la enmienda Exon-Florio exige que el Departamento de Defensa haga ciertas determinaciones específicas y, desde 1993, que determine si la compañía adquirida posee tecnología crítica para la defensa o si es importante para la base industrial y tecnológica de la defensa. En ese caso el Departamento de Defensa debe preparar una evaluación del riesgo de distracción de tecnología que debe circular entre los demás miembros del CFIUS. Si el Departamento cree que el riesgo puede ser gestionado, está habilitado para negociar medidas de mitigación que coinciden sustancialmente con las previstas en el NISPOM. Estas medidas se encuadran en cuatro categorías:

²⁰³ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 69 y 70.

1) Una resolución del Consejo de Administración que certifique que el accionista extranjero no tendrá acceso a la información clasificada y de control a la exportación. Esta medida es idónea cuando el adquiriente extranjero no tiene capital suficiente para elegir consejeros o, de otro modo, no está legitimado para tener consejeros.

2) El otorgamiento de una autorización de seguridad limitada. Esta medida se emplea cuando el gobierno americano tiene firmado un acuerdo de seguridad industrial con el gobierno de la parte extranjera. Se concede entonces una autorización limitada, permitiendo el acceso a información clasificada pero limitado a la ejecución del programa o contrato concluido con el gobierno extranjero.

3) Suscripción de Acuerdos Especiales de Seguridad y de Acuerdos de Control de Seguridad. En virtud de estos acuerdos se crea una filial respecto de la cual se permite una actuación y control limitada por la matriz extranjera. Por ejemplo, se exige que el Consejo de Administración esté integrado por ciudadanos americanos aprobados por el Pentágono y sin relación directa con la matriz. Se permite, eso sí, que la matriz participe en el Consejo, pero sus consejeros deben ser minoría y no tener acceso a información clasificada.

4) Acuerdos de voto y representación. En esta clase de acuerdos el Departamento de Defensa exige crear una filial separada que gestione el trabajo clasificado. La matriz extranjera admite eliminar cualquier derecho de control, influencia, dirección de operaciones y estrategia de la filial. La matriz pierde todo derecho como accionista, salvo recibir información financiera agregada. Los consejeros son todos ciudadanos americanos con autorización de seguridad y nombrados bajo aprobación del Pentágono.

Según indican GRAHAM y MARCHICK²⁰⁴, el resto de agencias dejan al Departamento de Defensa un papel protagonista en las adquisiciones vinculadas con la defensa. Este Departamento negociara los términos de los acuerdos de mitigación y sólo

²⁰⁴ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 72

tras un acuerdo con él el CFIUS dará su aprobación. En la práctica una vez obtenido el visto bueno por Defensa el proceso ante el CFIUS discurre con mucha facilidad y ello por varias razones.

En primer lugar, el Departamento de Defensa no sólo es el consumidor potencial sino la agencia con autoridad sobre el proceso NISPOM. Por ello, muchos de los adquirentes, antes de efectuar la solicitud, realizan numerosas consultas al Departamento de Defensa. En segundo término, el Pentágono es una autoridad independiente en cuanto a la tramitación del procedimiento NISPOM que, como hemos dicho, no está sujeta a límites temporales. Eso hace que en la práctica no se presente una solicitud al CFIUS sin haber negociado antes con el Departamento de Defensa. Por último, un gran porcentaje de procedimientos se refieren a empresas que ya han realizado varias solicitudes. Por ello, suelen conocer los requisitos que se deben cumplir y, en algunos casos, negocian acuerdos paraguas que permitan no recurrir a un acuerdo para cada operación. Lamentablemente, como hemos indicado, no existe información concreta disponible, por lo que no es posible determinar el alcance real y los criterios de la actuación del CFIUS en este sector.

2.7.- Valoración de la Enmienda Exon-Florio.

No resulta sencillo efectuar una valoración completa del régimen establecido en los Estados Unidos ya que, como hemos indicado, la regulación de la inversión extranjera es una de las cuestiones más controvertidas de los últimos años. De manera muy expresiva LARSON y MARCHIK han señalado que *los Estados Unidos tienen fuertes intereses tanto en proteger la seguridad nacional como en acoger los beneficios económicos asociados a un clima de apertura a la inversión*²⁰⁵. Según GRAHAM y MARCHICK *el CFIUS se enfrenta al reto de proteger simultáneamente la seguridad nacional, que tiene que ser la primera prioridad de los Estados Unidos, mientras se mantiene un clima abierto a la inversión*²⁰⁶.

Por tanto, no es fácil diseñar un mecanismo de revisión lo suficientemente riguroso como para identificar los riesgos y a la vez no afectar a los flujos de inversión manteniendo como indica BYRNE un equilibrio entre ambos factores²⁰⁷. Recuerdan LARSON y MARCHICK²⁰⁸, que hay dos razones de peso para que el Congreso y la Administración no olviden la necesidad de mantener ese equilibrio. En primer término, tanto la salud económica como los intereses a largo plazo de los Estados Unidos dependen del mantenimiento de un ambiente propicio a la inversión extranjera. En segundo lugar, si los Estados Unidos crean un clima restrictivo a la inversión extranjera con engorrosas revisiones regulatorias, otros países adoptarían medidas similares que irían en detrimento de los intereses de los Estados Unidos.

2.7.1- La flexibilidad del procedimiento.

La enmienda Exon-Florio presenta una serie de características que la hacen

²⁰⁵ MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right. Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006. Pág. 3.*

²⁰⁶ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 174.*

²⁰⁷ BYRNE, Matthew R. *Protecting National Security and Promoting Foreign Investment: Maintaining the Exon-Florio Balance. 67 Ohio State Law Journal. 2006. Pág. 887.*

²⁰⁸ MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right. Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006. Pág. 6.*

singular respecto de otras medidas regulatorias. Desde el punto de vista competencial, como destacan LARSON y MARCHICK²⁰⁹, otorgan un inmenso poder al Presidente. Éste por sí mismo, sin necesidad de intervención del Congreso, puede bloquear una operación y su decisión no es objeto de revisión judicial. Es más, su decisión puede tener lugar respecto de una transacción no revisada varios años después de su conclusión.

Desde el punto de vista teleológico, la decisión presidencial se basa en preocupaciones de seguridad nacional. Sin embargo, no se da una definición cerrada de este concepto, sino que se enumeran una serie de factores que deben tenerse en cuenta. Se trata de una manifestación del principio en virtud del cual se reconoce al presidente una amplia autoridad en materia de seguridad nacional.

LARSON y MARCHIK realizan una valoración muy favorable del proceso ante el CFIUS al que califican de una *herramienta poderosa, flexible y efectiva para proteger la seguridad nacional, aunque en algunos casos imponga costes significativos a los inversores extranjeros*²¹⁰. En análogos términos, BYRNE considera que el proceso ante el CFIUS consigue un equilibrio entre la seguridad nacional y la apertura a la inversión extranjera. En palabras de este autor *este equilibrio es posible debido a la falta de definición de seguridad nacional, la libertad de negociar acuerdos de mitigación con las firmas extranjeras, la estabilidad inherente a un sistema que está relativamente libre de politización por fuerzas exteriores, y a la interacción dinámica y el intercambio de ideas entre las agencias del CFIUS, lo que asegura que son abordadas todas las preocupaciones*²¹¹.

El procedimiento del CFIUS presenta dos notas características muy significativas desde el punto de su aplicación. Por un lado, está sujeto a unos estrictos

²⁰⁹ MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right. Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006. Pág. 9,*

²¹⁰ MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right. Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006. Pág. 15.*

²¹¹ BYRNE, Matthew R. *Protecting National Security and Promoting Foreign Investment: Maintaining the Exon-Florio Balance. 67 Ohio State Law Journal. 2006. Pág. 887.*

límites temporales lo que da seguridad al procedimiento tal y como han destacado diversos autores²¹². Por otro, el procedimiento se caracteriza por su flexibilidad tanto en la tramitación como en la resolución.

La primera manifestación de la flexibilidad se manifiesta en la propia aplicación de los límites temporales. Cuando no se pueden resolver los problemas surgidos dentro de plazo, las agencias del CFIUS han presionado para que se retire la solicitud so pena de no aprobarla. Por ello, además, las partes suelen realizar consultas previas a la solicitud, lo que permite que el CFIUS se vaya formando un criterio incluso antes de que comience el plazo.

La segunda manifestación de flexibilidad radica en el carácter voluntario de la comunicación. El principio de voluntariedad se estableció en consonancia con la política americana de obstaculizar la inversión mediante procesos sistemáticos de revisión. El CFIUS ha aconsejado que se presente la solicitud siempre que se dude respecto de la existencia de problemas de seguridad nacional. De hecho, las distintas agencias implicadas no tienen inconveniente en reunirse con las partes para analizar la conveniencia de la comunicación. Además, la solicitud otorga a las partes un “refugio regulatorio” frente a futuras revisiones presidenciales.

La tercera manifestación de la flexibilidad se refiere a la resolución, ya que el CFIUS adopta diversas soluciones antes de aconsejar el bloqueo de la operación, señaladamente la negociación de Acuerdos de Seguridad Nacional. Estos acuerdos son el instrumento que permite abordar las preocupaciones por la seguridad nacional sin dar la impresión de hostilidad a la inversión extranjera ni limitarla de manera significativa²¹³. Ahora bien, como apunta BYRNE el principal problema en estos casos es el seguimiento a posteriori una vez que la transacción ha culminado.²¹⁴

²¹² Vid. MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right.* Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006. Pág. 9 y GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment.* Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 71.

²¹³ BYRNE, Matthew R. *Protecting National Security and Promoting Foreign Investment: Maintaining the Exon-Florio Balance.* 67 Ohio State Law Journal. 2006. Pág. 889

²¹⁴ BYRNE, Matthew R. *Protecting National Security and Promoting Foreign Investment: Maintaining*

Las principales críticas se centran, según LARSON y MARCHICK²¹⁵, en la eficacia real del procedimiento. Ciertamente, la presidencia del CFIUS corresponde al Departamento del Tesoro una de cuyas finalidades es promover la inversión extranjera. Sin embargo, el Departamento es miembro del Consejo de Seguridad Nacional lo que le permite formarse un juicio respecto de las preocupaciones de seguridad nacional de la administración. Además, en la práctica suele delegar el papel dominante a la agencia con el interés y la experiencia adecuada para cada transacción y se opera bajo un principio de consenso. Ello quiere decir que si no hay unanimidad se pasa al período de investigación, esto es, que prevalece el criterio más restrictivo.

BYRNE considera muy favorable está operativa en la medida en que garantiza que se examinan todas las fuentes de preocupación²¹⁶. No obstante, como reconocen LARSON y MARCHIK²¹⁷, el sistema presenta ciertos problemas relativos a la falta de transparencia, el papel de la Casa Blanca en el proceso y las distorsiones que se pueden causar en el mercado al someter a empresas extranjeras a cargas no impuestas a las nacionales. Mientras las dos primeras cuestiones se refieren a la propia organización política de los Estados Unidos, las segundas se refieren al sesgo que se quiere dar a la política económica internacional del país.

2.7.2.- La politización del procedimiento.

El problema de la falta de transparencia se refiere a las relaciones con el Congreso y la información que se le suministra. De acuerdo con la enmienda Exon-Florio, el Congreso otorgó al Presidente la autoridad para revisar las transacciones individuales, pero nunca se ha alcanzado un entendimiento respecto de la información que debía remitirle. La cláusula de confidencialidad de los datos de las operaciones no

the Exon-Florio Balance. 67 Ohio State Law Journal. 2006. Pág. 676

²¹⁵ MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right.* Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006. Pág. 13.

²¹⁶ BYRNE, Matthew R. *Protecting National Security and Promoting Foreign Investment: Maintaining the Exon-Florio Balance.* 67 Ohio State Law Journal. 2006. Pág. 894

²¹⁷ MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right.* Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006. Págs. 15 y ss.

alcanza a las Cámaras, pero no se ha articulado un medio eficaz para remitir información.

El papel del Presidente también está sujeto a ciertas controversias en la medida en que ha delegado sus funciones en el CFIUS. Ello da al procedimiento un cariz eminentemente técnico pero se aparta de la línea presidencialista que suele seguirse en los aspectos de seguridad nacional. Ciertamente ello no puede entenderse como que el Presidente se desentienda de la materia, puesto que, por un lado, seis altos funcionarios de la Casa Blanca son miembros del CFIUS y la última palabra en caso de veto corresponde al Presidente. Sin embargo, este modo de operar dio pie a que en el caso DP World-P&O se creara la impresión de que la Casa Blanca se había desentendido del asunto y que se cuestionara el sistema en su integridad.

En definitiva el principal problema de la regulación vigente viene determinado por lo que la doctrina ha dado en llamar la politización de ciertos procedimientos de revisión. Como ha destacado FENG²¹⁸, la politización en los casos CNOCC-Unocal y DP World-P&O ha creado una gran incertidumbre en los potenciales inversores potencialmente dañina para la economía de los Estados Unidos. Continúa advirtiéndome este autor que estos dos casos ponen de manifiesto los efectos a largo plazo de la politización: crean dudas respecto de la sinceridad de las preocupaciones americanas en futuras operaciones y dañan el prestigio y reputación de los Estados Unidos en los estados inversores.

Respecto del primer extremo, lo cierto es que la seguridad nacional parece haberse utilizado como una cortina de humo respecto de los verdaderos puntos clave para desechar la operación. En cuanto al segundo, la intervención del Congreso en los términos en que se produjo es una peligrosa señal para los inversores internacionales. Esto es, los capitales extranjeros optarán por invertir en terceros estados que no presenten tantos riesgos regulatorios.

²¹⁸ FENG, Yiheng. *"We Wouldn't Transfer Title To The Devil": Consequences Of The Congressional Politicization Of Foreign Direct Investment On National Security Grounds*. New York University Journal of International Law and Politics. Volume 42, Number 1, Fall 2009. Pág. 280

GRAHAM y MARCHNICK²¹⁹ han destacado que *el proceso ante el CFIUS se ha ido progresivamente politizando por razones más comerciales que de seguridad nacional, no sólo por la cada vez más fuerte división interna entre las agencias de seguridad y las económicas, sino también por la creciente interferencia de partes externas incluyendo al Congreso*. Respecto de este último, es cierto que el Congreso puede no ser el foro más adecuado para analizar la operación, pues no dispone de los elementos de juicio precisos. En palabras de FENG²²⁰ los políticos *están sujetos a consideraciones cortoplacistas y con frecuencia tienen poca preparación en el asunto*.

Esta politización pone de manifiesto las disfunciones que en estos casos se producen en el sistema de equilibrios que caracteriza al sistema político americano lo que plantea un profundo debate jurídico-constitucional. Ahora bien, esta nota tiene también un calado práctico evidente, pues estas circunstancias son indudablemente aprovechadas por las partes implicadas en la operación (otros oferentes, rivales comerciales, accionistas, etc.) para crear un clima de opinión favorable a sus intereses²²¹.

Desde el punto de vista jurídico constitucional, estas disfunciones se proyectan como ya hemos adelantado de manera implícita en un doble plano. Por un lado, nos encontramos con la relación entre el Congreso y el Ejecutivo y, por otro, la idoneidad del foro parlamentario para examinar este tipo de cuestiones. Las tensiones que se producen entre el Congreso y el CFIUS tienen, en primer lugar, una significativa relevancia desde el punto de vista de la separación de poderes. Así, la intervención del legislativo se encuentra expresamente respaldada por la atribución constitucional de la competencia para regular el comercio con naciones extranjeras (art. I, § 8, cl. 3 de la Constitución). Por su parte, no es menos cierto que el CFIUS actúa en virtud de una

²¹⁹ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 123 y ss.

²²⁰ FENG, Yiheng. *"We Wouldn't Transfer Title To The Devil": Consequences Of The Congressional Politicization Of Foreign Direct Investment On National Security Grounds*. New York University Journal of International Law and Politics. Volume 42, Number 1, Fall 2009. Pág. 283

²²¹ Vid. FENG, Yiheng. *"We Wouldn't Transfer Title To The Devil": Consequences Of The Congressional Politicization Of Foreign Direct Investment On National Security Grounds*. New York University Journal of International Law and Politics. Volume 42, Number 1, Fall 2009. Págs. 293 y ss.

delegación presidencial y, a su vez, el Presidente tiene atribuidas responsabilidades en materia de seguridad nacional y bélicas (cfr. art. II, § 2 de la Constitución).

Como apunta bien BYRNE²²², durante la audiencia de la enmienda Inhofe, MARCHICK advirtió en sede parlamentaria que la propuesta podría ser contraria a la Constitución en los términos de la sentencia INS contra Chadha²²³. En ese asunto el Tribunal Supremo examinó la facultad que la *Immigration and Nationality Act* daba al Fiscal General para permitir que, bajo ciertas circunstancias, los extranjeros permanecieran en territorio nacional. Al amparo de esta ley se permitió que Chadha, un hindú nacido en Kenya con pasaporte británico, permaneciera en los Estados Unidos. En diciembre de 1975 la Cámara de Representantes aprobó una resolución que anulaba la autorización y ordenaba la deportación del afectado.

Para fundar su resolución el Tribunal Supremo partió de los principios de bicameralismo y aprobación. Razonó que la Constitución exige que las medidas legislativas sean aprobadas por ambas Cámaras y firmadas por el Presidente. Como la decisión de la Cámara de Representantes de anular la decisión del Fiscal General era legislativa, al faltarle la aprobación del Senado y la firma del Presidente, no era válida. De hecho, la opinión del Tribunal se redactó de tal manera que cualquier veto legislativo por una sola de las Cámaras es contrario a la Constitución.

Igualmente, el Tribunal Supremo ha reconocido amplias facultades al Presidente en el campo de las relaciones exteriores y la seguridad nacional desde la sentencia Estados Unidos contra Curtiss-Wright Exporting Company²²⁴. El Presidente, no el legislativo, tiene mejores medios para conocer la situación exterior y dispone de fuentes de información confidenciales. Por ello, el Tribunal considera que en estos casos se debe dar al Presidente un margen de discrecionalidad y libertad que no se admitiría en los asuntos internos.

²²² BYRNE, Matthew R. *Protecting National Security and Promoting Foreign Investment: Maintaining the Exon-Florio Balance*. 67 Ohio State Law Journal. 2006. Pág. 896

²²³ 462 U.S. 919 (1983).

²²⁴ 299 U.S. 304 (1936).

Por consiguiente, tal y como apunta ZARING²²⁵, la cuestión se enmarca en el debate de cuál debe ser el papel de las distintas ramas en materia de política exterior. Se trata pues de una cuestión mucho más amplia que ha generado un amplio debate doctrinal en los Estados Unidos. En efecto, existe una amplia corriente de autores encabezados por SUSTEIN y Eric POSNER que son favorables de reconocer un papel predominante al poder ejecutivo²²⁶.

En segundo lugar, tal y como advierte FENG²²⁷ la configuración institucional del legislativo en los Estados Unidos hace que no sea el foro más idóneo para analizar las implicaciones de seguridad nacional que pueden presentar las inversiones estratégicas. Desde el punto de vista institucional, por su propia esencia el Congreso presenta una tendencia natural a la desunión. Los 450 congresistas y los 100 senadores están sujetos a las presiones de industrias particulares y grupos de presión. Es decir, están influidos de manera las circunstancias cambiantes y los estados de opinión de sus circunscripciones.

Desde el punto de vista práctico, el Congreso no está sujeto a las limitaciones en cuanto la alcance de su revisión. La ausencia de un procedimiento claro y reglamentado crea confusión y un riesgo regulatorio claro, pues su decisión resulta imprevisible. Como muestra de esta nota, podemos señalar con MOSTAGHEL²²⁸ que, tras el asunto DP World, el Congreso analizó otra adquisición por una empresa radicada en Dubai (Dubai International Capital LLC) de una empresa de ingeniería británica con instalaciones en Estados Unidos (Doncasters Gropus Ltd). Sorprendentemente en este caso no se planteó ningún problema a pesar de las similitudes que presentaba con el caso anterior.

²²⁵ ZARING, David T. *CFIUS As A Congressional Notification Service*. Southern California Law Review, Vol. 83, No. 1, 2010. Págs. 122 y ss

²²⁶ POSNER, Eric A. y SUSTEIN, Cass R. *Chevronizing Foreign Relations Law*. U of Chicago, Public Law Working Paper No. 128. 2006.

²²⁷ FENG, Yiheng. "We Wouldn't Transfer Title To The Devil": *Consequences Of The Congressional Politicization Of Foreign Direct Investment On National Security Grounds*. New York University Journal of International Law and Politics. Volume 42, Number 1, Fall 2009. Págs. 284 y ss.

²²⁸ MOSTAGHEL, Deborah M. *Dubai Ports World under Exon-Florio: A Threat to National Security or a Tempest in a Seaport?*, 70 ALBANY Law. Review. (2007). Págs. 616 y 617.

El problema de la intervención del legislativo es que su vulnerabilidad a las presiones pone en cuestión la intencionalidad de sus determinaciones. En el caso de Unocal la propia estructura de la operación no presentaba realmente las implicaciones que se alegaba. Ni era un gran operador en la industria energética, ni poseía refinerías en Estados Unidos. De hecho, sus activos más valiosos no se encontraban en territorio americano. Por tanto, la consideración de la operación como una amenaza a activos energéticos vitales para los Estados Unidos no se compadecía con la realidad. La única implicación real para la seguridad nacional era la relativa a la posesión de tecnologías de doble uso con posible aplicación militar. Sin embargo, con su actuación el Congreso no permitió que el CFIUS completara su revisión.

También en el caso de DP World la reacción puede considerarse como excesiva ya que en este caso el CFIUS llegó a instruir una investigación y unánimemente consideró innecesaria una revisión de 45 días. DP World solicitó voluntariamente la investigación y el CFIUS consideró que había dispuesto de un período de 90 días interactuando con todas las partes antes de alcanzar su decisión. Las actuaciones de los congresistas se basaron en factores ajenos a las operaciones y sus implicaciones directas para la seguridad nacional, pues invocaban genéricamente el carácter no democrático de los gobiernos de China y los Emiratos. Estas preocupaciones eran lícitas pero los términos en que se planteó el debate evidenciaron, en palabras de FENG²²⁹, *la manera simplificadora en que el Congreso trató las relaciones geopolíticas en el contexto de la operación propuesta*. La estructura política del país inversor tienen una indudable efecto en las consideraciones de seguridad nacional, pero su análisis no debe ser superficial ni plantearse en un acalorado debate parlamentario.

Desde el punto de vista práctico, como recuerda BYRNE, muchas empresas ven el procedimiento ante el CFIUS como una herramienta de protección contra tomas de control hostiles. En el caso de DP World, la polémica fue desencadenada por Eller & Co, una pequeña empresa estibadora de Miami. Eller mantenía una disputa comercial

²²⁹ FENG, Yiheng. "We Wouldn't Transfer Title To The Devil": Consequences Of The Congressional Politicization Of Foreign Direct Investment On National Security Grounds. New York University Journal of International Law and Politics. Volume 42, Number 1, Fall 2009. Pág. 289

con P&O y buscó el bloqueo de la operación de compra como medio de presión. Para ello trató de intervenir ante el CFIUS y, cuando esa vía se cerró, contrató a una empresa de lobby que puso en marcha una campaña de propaganda²³⁰. Por su parte, en la adquisición de UNOCAL, Chevron hizo una fuerte presión mediante lobbies contra CNOCC y se acabó quedando con la compañía a un precio mucho más bajo²³¹. En este escenario, el recurso al Congreso es un instrumento de presión de primera magnitud y, de hecho, tras el asunto de DP World es habitual contratar lobbies para promover una operación y evitar una reacción negativa de las cámaras²³².

Por todo ello, según FENG, el CFIUS, como parte del ejecutivo, está en una mejor posición para analizar las implicaciones de seguridad nacional por tres razones²³³. En primer lugar, el acceso a las fuentes de información hace que el CFIUS esté en mejor posición que el Congreso tanto en lo que se refiere a la inmediatez, como a la experiencia para evaluarla. En segundo lugar, la perspectiva del CFIUS permite una aproximación holística a la realidad económica. Por último, el CFIUS está en condiciones de ofrecer una mayor flexibilidad y neutralidad en su análisis. En efecto, la composición del CFIUS ha sido dinámica para poder adaptarse a las circunstancias de cada momento. De esta manera, tras los atentados del 11 de septiembre el Presidente Bush incorporó al Departamento de Seguridad Interior al comité moviendo el equilibrio de las agencias económicas a las de seguridad.

²³⁰ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Págs. 136 y ss; FENG, Yiheng. "We Wouldn't Transfer Title To The Devil": *Consequences Of The Congressional Politicization Of Foreign Direct Investment On National Security Grounds*. Volume 42, Number 1, Fall 2009. Págs 293 y ss.

²³¹ ZARING, David T. *CFIUS As A Congressional Notification Service*. Southern California Law Review, Vol. 83, No. 1, 2010. Pág. 100

²³² BYRNE, Matthew R. *Protecting National Security and Promoting Foreign Investment: Maintaining the Exon-Florio Balance*. 67 Ohio State Law Journal. Pág. 899

²³³ FENG, Yiheng. "We Wouldn't Transfer Title To The Devil": *Consequences Of The Congressional Politicization Of Foreign Direct Investment On National Security Grounds*. New York University Journal of International Law and Politics. Volume 42, Number 1, Fall 2009. Pág. 290

2.7.3.- Peligros de una dinámica proteccionista.

Tal y como apuntan LARSON y MARCHIK²³⁴, existe una percepción muy arraigada de que las firmas americanas son más proclives a cumplir la letra y el espíritu de las leyes, reglamentos y políticas americanas. Esa percepción puede estar justificada en ciertos casos, como el control o influencia de un gobierno extranjero o el manejo de información sensible. Sin embargo, esta percepción no puede generalizarse. Así, tiene justificación en ciertos sectores, pero en la mayoría la nacionalidad de los titulares de una corporación global es irrelevante para la seguridad nacional.

En esta línea, WEIMER ha señalado que distinguir entre extranjeros y nacionales de los Estados Unidos puede resultar ser un método anticuado para detectar las amenazas, máxime si tenemos en cuenta que hay ejemplos de ciudadanos americanos implicados en atentados contra la seguridad nacional²³⁵.

En segundo término, WEIMER también señala los problemas de una interpretación amplia del concepto de infraestructura crítica. A su modo de ver, su inclusión da pie a entender que se mantiene una concepción de seguridad nacional que incluye la seguridad económica. Como ya hemos dicho es inevitable que se produzca en el mercado, ya que los acuerdos de seguridad suelen imponer condiciones a las empresas extranjeras que no se imponen con carácter general a las nacionales. En muchos casos, estas condiciones son razonables y legítimas, pero el hecho de que no se apliquen a todo el sector crea un desequilibrio en el mercado.

Se admiten como carga para operar en el mercado americano, pero en muchos casos se han puesto de manifiesto la existencia de asimetrías que pueden dar pie a reacciones de retorsión, como hizo el gobierno indio tras las quejas de VSNL. Como señala CARROLL²³⁶, la aplicación de la enmienda Exon-Florio ha dado pie a que otros

²³⁴ MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right. Council on Foreign Relations Press.* Nueva York: 2006. Pág. 9

²³⁵ WEIMER, Christopher M. *Foreign Direct Investment and National Security Post-Finsa 2007.* Texas Law Review. Vol 87. 2009 Pág. 677.

²³⁶ CARROLL, James F.F. *Back to the Future: Redefining the Foreign Investment and National Security*

estados adopten medidas similares lo que puede desencadenar una “guerra comercial” proteccionista. De hecho, MARCHICK y SLAUGHTER²³⁷ han advertido que países como Rusia, China, Alemania, Japón, Hungría, Australia, Francia, Corea del Sur o Grecia han adoptado diferentes normas que se inspiran en el modelo americano.

Los riesgos inherentes a esta política van más allá de una mera cuestión de proteccionismo, pues pueden afectar a la propia política exterior de los Estados Unidos en general. Una aplicación indiscriminada de la cláusula de seguridad nacional puede enturbiar las relaciones con otros países en áreas geográficas especialmente sensibles como son las de las nuevas potencias económicas emergentes. Por tanto, es necesaria una aplicación firme pero controlada de la enmienda Exon-Florio que evite la incertidumbre y la tensión política generadas gratuitamente.

2.7.4.- Alternativas regulatorias

El principal problema que en definitiva presenta la revisión del CFIUS es la incertidumbre. Como señalan GRAHAM y MARCHICK *los inversores extranjeros buscan certeza, y deberían ser capaces de evaluar el riesgo regulatorio asociado a una inversión antes de tomar una decisión.*²³⁸. En esta línea, FENG²³⁹ considera que el marco actual puede ser mejorado en dos aspectos clave: robustecer los cauces de reducción del riesgo y tomar en consideración la reciprocidad regulatoria.

Respecto de la mitigación del riesgo, la FINSA ya prevé expresamente que el CFIUS pueda concluir acuerdos y era una práctica habitual antes de la reforma. Sin embargo, el carácter secreto de los procesos de reducción del riesgo no permite a los

Act's Conception of National Security. Emory International Law Review. Vol.23, N° 1, 2009. Págs. 189 y ss.

²³⁷ MARCHNICK, David M. y Slaughter, Matthew J. *Global FDI policy: correcting a protectionist drift*. Council on Foreign Relations. Nueva York: 2008. Págs. 7 y ss.

²³⁸ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 161.

²³⁹ Feng, Yiheng. *"We Wouldn't Transfer Title To The Devil": Consequences Of The Congressional Politicization Of Foreign Direct Investment On National Security Grounds*. New York University Journal of International Law and Politics. Volume 42, Number 1, Fall 2009. Págs. 301 y ss.

operadores formarse un juicio respecto del resultado del proceso. Por ello este autor propone crear una base de datos pública, estructurada en sectores económicos, país extranjero y tipo de adquisición. La base de datos debería incluir las acciones adoptadas por el inversor y los aspectos que fueron valorados por el CFIUS. Esta medida crearía una mayor seguridad jurídica pues obligaría a mantener un criterio uniforme y disiparía la incertidumbre regulatoria en los inversores.

Ahora bien, semejante medida no está exenta de dificultades. Por un lado, un proceso tan abierto podría revelar demasiado acerca de la naturaleza interna del proceso. Por otro lado, la apertura informativa puede afectar a informaciones confidenciales. Sin embargo, para FENG estos problemas no son definitivos y se pueden corregir. A su juicio, la creación de la base de datos y el suministro de información contribuirían decisivamente a aliviar la tensión política y empresarial que generan ciertas operaciones de inversión extranjera.

En segundo lugar, FENG considera que el CFIUS debe adaptarse a la realidad de que la economía y política modernas evidencia que existen estrechas vinculaciones entre la seguridad nacional y la reciprocidad regulatoria. LA FINSA amplía y clarifica el concepto de seguridad nacional, aludiendo a infraestructura crítica, activos energéticos y las políticas del país inversor en materia de no proliferación, contra el terrorismo y leyes de control a la exportación. Sin embargo, el concepto de seguridad nacional sigue siendo un concepto jurídico indeterminado.

En el debate que se generó en torno a CNOCC y DP World, dejando al margen la retórica política, hay elementos que justifican la preocupación de los parlamentarios. La falta de apertura de la economía China a la inversión extranjera introduce un elemento de asimetría distorsionador. Es lo que GRAHAM y KRUGMAN denominan efectos estratégicos de la inversión extranjera. Se trata de que una intervención pública permita a las empresas nacionales una ventaja en un mercado imperfectamente competitivo²⁴⁰.

²⁴⁰ GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995. Pág. 66

Si los dos estados implicados presentan un grado similar de apertura, los conflictos que genera la titularidad de la infraestructura quedan mitigados. Ciertamente la reciprocidad no elimina definitivamente los riesgos, pero hacen que el problema no sea la inversión procedente de un país en general, sino ciertas operaciones individuales. Por tanto, aun cuando no sea un criterio absoluto, la reciprocidad es un indicio cualificado de que la operación puede ser problemática.

También CARROLL se muestra especialmente crítico respecto de la incertidumbre que implica la falta de definición del concepto de seguridad nacional. Indica que *la definición amplia de seguridad nacional crea una incertidumbre costosa para los inversores extranjeros, pues incluso el consejo legal más sofisticado no puede predecir qué inversiones evitarán una revisión politizada del CFIUS*²⁴¹. Para evitar este problema propugna introducir una definición legal más estricta del concepto de seguridad nacional.

Por último existen autores que plantean la sustitución del actual procedimiento de revisión por medidas de otra naturaleza. Las alternativas que maneja la doctrina frente al actual sistema son de dos clases. Por un lado, existen autores como WEIMER²⁴² que defienden la introducción de un régimen de acción de oro similar al que se introdujo en Europa tras las privatizaciones de los años 80. Entiende que este sistema presenta diversas ventajas frente a un procedimiento deliberativo como el del CFIUS:

1) El control ejercido por el Estado asegura que las tomas de control hostiles pueden ser controladas y las industrias críticas pueden protegerse de poderes extranjeros.

2) El control de las decisiones de negocio propio de un sistema de acción de oro permite al gobierno controlar de manera más estricta a los administradores de la sociedad.

²⁴¹ Carroll, James F.F. *Back to the Future: Redefining the Foreign Investment and National Security Act's Conception of National Security*. Emory International Law Review. Vol.23, N° 1, 2009. Págs. 187.

²⁴² WEIMER, Christopher M. *Foreign Direct Investment and National Security Post-Finsa 2007*. Texas Law Review. Vol 87. 2009. Págs. 678 y ss.

3) Implementar un régimen de acción de oro para proteger sectores específicos ofrece un nivel de certidumbre que el sistema del CFIUS no permite alcanzar.

Así mismo entiende que la implantación del sistema pasa por dos puntos esenciales. En primer lugar, debe compensarse de algún modo a las empresas afectadas por la pérdida de derechos de control. En segundo lugar, el régimen debe implantarse de manera selectiva y limitarse a un número muy concreto de sectores y empresas. Además, señala que no es incompatible con el mantenimiento de una revisión del CFIUS muy reducida, ya que las preocupaciones del Congreso se verían calmadas con la acción de oro.

Por otro lado, ciertos autores plantean la necesidad de abordar la cuestión desde una óptica internacional. Con carácter general GRAHAM y MARCHICK defienden la adopción de un standard internacional en el marco de la OCDE, para establecer unos principios homogéneos que inspiren las leyes de la revisión de la inversión extranjera por motivos de seguridad nacional²⁴³.

Finalmente FARRAR²⁴⁴ defiende la implantación de un régimen de arbitraje internacional, análogo al del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) del Banco Mundial. El modelo sugerido descansaría en cuatro notas básicas. En primer lugar, se permite evaluar los riesgos para la seguridad nacional sin politizar el proceso. En segundo lugar, los árbitros internacionales constituyen un cuerpo con una preparación única para evaluar operaciones complejas y los riesgos que generan. En tercer lugar, el sistema de arbitraje daría más flexibilidad a los inversores y a los estados y garantizaría mejor la confidencialidad de los datos que se manejen. Por último, se protegería la seguridad nacional permitiendo a los Estados que evitaran la sumisión a arbitraje en casos extremos en virtud de cláusulas de medidas no previstas (NPM).

²⁴³ GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C. Institute for International Economics, 2006. Pág. 162 y ss.

²⁴⁴ FARRAR, Brian J. *To Legislate or to Arbitrate. An Analysis of U.S. Foreign Investment Policy After FINSA and the Benefits of International Arbitration*. *Journal of International Business and Law*, Volume 7, Number 1, Spring 2008. Págs. 183 y ss.

2.7.5.- Influencia de la enmienda Exon-Florio en Derecho comparado.

La liberación de los flujos de capitales en el ámbito internacional no ha eliminado totalmente los controles que imponen los Estados a las inversiones extranjeras²⁴⁵. Como subraya SORNARAJAH se puede apreciar una tendencia generalizada a imponer este tipo de barreras en las que la enmienda Exon-Florio constituye una clara referencia²⁴⁶. En el caso de Iberoamérica, los países con las economías más abiertas (México, Chile y Brasil) han optado por regímenes que constituyen variaciones de la enmienda Exon-Florio. Ello contrasta con el recurso a la política de nacionalizaciones como medio para garantizar la seguridad nacional que han seguido otras naciones como Argentina²⁴⁷. En la Federación Rusa la Ley de Sectores Estratégicos de 2007 también recoge un régimen similar a la enmienda Exon-Florio²⁴⁸.

En el caso de la Unión Europea, Alemania y Francia presentan sendos regímenes claramente inspirados en la enmienda Exon-Florio. En agosto de 2008 el Gobierno Federal alemán presentó una propuesta para reformar su Ley de Comercio Exterior²⁴⁹, claramente inspirada en la enmienda Exon-Florio²⁵⁰. El objeto de la ley es controlar las

²⁴⁵ Para tener una imagen de las veintitrés jurisdicciones más importantes vid. VV.AA. *The Foreign Investment Regulation Review*. 3ª Ed. Londres: Law Business Research, 2015.

²⁴⁶ SORNARAJAH, Muthucumaraswamy. *The International Law on Foreign Investment*. 3ª Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. Págs. 91 y ss.

²⁴⁷ Vid. STAPLETON, Colin. *The Global Colony: A Comparative Analysis of National Security-Based Foreign Investment Regimes in the Western Hemisphere*. Washington University Law Review Vol. 92 Issue 3. 2015. Págs. 1647 y ss.

²⁴⁸ Vid. HEATH, Jesse R. *Strategic Protectionism? National Security and Foreign Investment in the Russian Federation*. George Washington International Law Review. Vol. 41. 2009. Págs. 465-501.

BAM, Joshua. *Strategic sector legislation in Russia: critique and proposal for change*. Matters of Russian and International Law. N°. 2. 2013. Págs. 29-62.

²⁴⁹ Auflenwirtschaftsgesetz.

²⁵⁰ Alemania, por ejemplo, trató de seguir el ejemplo norteamericano al considerar una variante del marco CFIUS. La fórmula fue una propuesta de enmienda a la Ley de Comercio Exterior de 1961. El gobierno alemán propuso la enmienda en noviembre de 2007, con una copia formal presentada en junio de 2008. Los funcionarios alemanes compararon la nueva legislación a una versión minimalista de la CFIUS, aunque no tardaron en señalar que su propuesta es menos restrictiva que otras de su tipo.

adquisiciones de más del 25% de los derechos de voto en las empresas alemanas por inversores extranjeros, entendiendo por tales los que no son ciudadanos de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo y, en el caso de personas jurídicas con esas características, cuando un accionista ajeno a la Unión o al Espacio Económico Europeo detente al menos el 25% del capital. El procedimiento presenta dos características fundamentales. Por un lado, se basa en un análisis caso por caso²⁵¹; por otro, en consonancia con lo anterior, no aporta una lista de sectores estratégicos²⁵². El inversor puede comunicar voluntariamente la operación, pero a falta de ella el Ministerio Federal de Economía dispone de tres meses desde el anuncio de la oferta pública o la venta del contrato para examinar la operación. El Ministro, con el aval del Gobierno Federal, puede en el plazo de dos meses prohibir la operación o someterla a condiciones²⁵³.

Por su parte, la regulación francesa es una de las más agresivas y está constituida por la Ley de 9 de diciembre de 2004²⁵⁴ y el Decreto de 30 de diciembre de 2005²⁵⁵, cuyo contenido se encuentra recogido en el *Code monétaire et financier*²⁵⁶. La regulación francesa somete a autorización las inversiones extranjeras en una actividad

BACKER, Larry Catá. Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 82-83.

²⁵¹ BACKER, Larry Catá. Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 83.

²⁵² Vid. BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 70.

²⁵³ Vid. BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 70; BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris, 2009. Pág. 133; y LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* *Syracuse Journal of International Law & Commerce*. Vol. 37. No. 1. Pág. 108 y ss.

²⁵⁴ Loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit.

²⁵⁵ Décret n°2005-1739 du 30 décembre 2005 réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'article L. 151-3 du code monétaire et financier.

²⁵⁶ Las citas las hacemos por la versión consolidada disponible en https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=55A374393D4B4C6A94B612F47A9C7BA3.tp_dila11v_2?cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20160214.

que, incluso a título ocasional, participe en el ejercicio de la autoridad pública; actividades de naturaleza que pueda suponer un peligro al orden público, la seguridad pública o a los intereses de la defensa nacional; actividades de investigación, producción o comercialización de armas, municiones, pólvora y sustancias explosivas²⁵⁷. La naturaleza de esas actividades se precisa a nivel reglamentario e incluye un total de 11 categorías²⁵⁸. Las operaciones en concreto sometidas a autorización son la toma de control, la adquisición de una rama de actividad o del 33,33% del capital o de los derechos de voto de una sociedad domiciliada en Francia. Los sujetos sometidos a autorización son las personas físicas o las personas jurídicas que no provengan de un Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo²⁵⁹.

BERTIN DELACOUR, señala que la Comisión Europea abrió un procedimiento de infracción a Francia por esta normativa. Mediante un dictamen motivado de 12 de octubre de 2006 instó a Francia a modificarla por ser contraria a la libre circulación de capitales. El Gobierno francés habría presentado sus observaciones el 11 de diciembre de 2006 y el procedimiento se habría paralizado. Ni Francia modificó el Decreto ni la Comisión presentó una demanda ante el Tribunal de Justicia, aunque el procedimiento no se cerró formalmente²⁶⁰.

Por tanto, para entender los límites que contemplan estas leyes y los matices que introducen es preciso ponerlas en el contexto recogido en el Derecho de la Unión Europea. Para comprenderlos, la siguiente parte de nuestra investigación se ocupará de la inversión extranjera en la Unión Europea.

²⁵⁷ CMF, art. L.151-3

²⁵⁸ CMF, art. R.153-2

²⁵⁹ CMF, art. R.153-1

²⁶⁰ BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris, 2009. Pág. 126.

3.- La inversión extranjera en la Unión Europea.

3.1.- La construcción europea: sus fundamentos económico-jurídicos y la seguridad nacional.

3.1.1.- Consideraciones generales.

Desde una óptica política, el enfoque regulatorio de la inversión extranjera ha seguido en la Unión Europea un proceso de apertura similar al de los Estados Unidos. De la misma manera, la política liberalizadora no ha podido sustraerse a reacciones gubernamentales frente a operaciones de alto perfil, no sólo en España sino en el resto de Estados miembros²⁶¹. Ahora bien, la comparación del régimen de la inversión extranjera en los Estados Unidos y la Unión Europea reviste un interés particular por tres razones diferentes que van más allá del mero afán de Derecho comparado²⁶². Estas

²⁶¹ En palabras del profesor HINDELANG: "*Básicamente tranquila*" - así es como se podría esbozar la visión antaño predominante en los Estados miembros con respecto a la inversión directa procedente de o dirigida a países no comunitarios (terceros países). Durante muchas décadas, los políticos habían adoptado un enfoque regulatorio de constante aumento del *laissez-faire*. La inversión directa, el negocio de la adquisición de una participación mayoritaria en una empresa al final se dejó básicamente en manos de los participantes privados en los mercados. Sólo un número muy limitado de transacciones de "alto perfil" han sido recibidas con escepticismo por los Gobiernos de los Estados miembros. El esfuerzo de emergencia legislativa de Luxemburgo fracasado en última instancia para impedir la adquisición de Arcelor, el productor de acero de Luxemburgo, por la siderúrgica india Mittal ofrece un buen ejemplo de la tan extraña interferencia gubernamental *ad hoc*. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 1.

²⁶² La dinámica de patriotismo económico y politización de la cuestión en Europa ha sido certeramente destacada por PADRÓS que, en su monografía sobre las acciones de oro, señala: *Tampoco hay que destacar una justificación más irracional como la apuntada por SZYSZCZAK, para quien, «las acciones de oro se utilizan a menudo para justificar la obligación del Estado de prestar servicios públicos y se mantienen por razones sentimentales. Las empresas son vistas como campeones nacionales, un símbolo del Estado (joyas de la Corona) y sería difícil persuadir a los electores que esos servicios pueden*

razones presentan un profundo calado geopolítico, político-jurídico y jurídico-económico.

Desde el punto de vista geopolítico, una de las premisas básicas de este trabajo es la importancia de la economía para explicar las decisiones políticas y jurídicas, en definitiva, la incidencia del aspecto económico en la soberanía y seguridad del Estado. Pues bien, este aspecto es una de las claves, poco exploradas en la bibliografía española, que explica el proceso de integración europea y la lógica que ha permitido que, desde su inicio, hayan desaparecido los conflictos armados en el ámbito continental. A esta noción responde todo este capítulo, ya que no se puede entender la regulación de la inversión extranjera en la Unión Europea al margen de los condicionantes geoeconómicos en los que se ha desarrollado el proceso de integración.

Desde una óptica político-jurídica, la comparación de los Estados Unidos con la Unión Europea resulta esencial. Ambos, como estructuras políticas complejas, presentan una similitud mucho más profunda de lo que, a primera vista, nos parece a los europeos. En una primera aproximación, desde una perspectiva dinámica las diferencias son evidentes: los Estados Unidos son el exponente de un proceso político federal abierto, pero que no es de integración. Por su parte, la Unión Europea es un proceso de integración, abierto y en evolución. Ahora bien, en 1990 Koen LENAERTS²⁶³ no dudó en calificar a la Comunidad Europea como una entidad federal bajo un modelo de federalismo integrador²⁶⁴, como contrapuesto al federalismo devolutivo²⁶⁵.

prestarse no sólo por el sector privado sino incluso por no-nacionales». De forma más reciente aparecen incluso argumentos de seguridad nacional como se ha demostrado en el debate acerca de las empresas gestoras de los puertos en Estados Unidos. PADRÓS REIG, Carlos. La transformación del régimen jurídico de la acción de oro en la jurisprudencia comunitaria europea. Civitas. Madrid: 2007. Pág. 201.

²⁶³ LENAERTS, Koen. *Constitutionalism and the Many Faces of Federalism*. The American Journal of Comparative Law Vol. 38, No. 2 (Spring, 1990). Pág. 206.

²⁶⁴ Según este autor, *el federalismo integrador se refiere a un orden constitucional que se esfuerza en la unidad en la diversidad entre las entidades componentes previamente independientes o relacionadas de manera confederal. El objetivo de establecer un gobierno central efectivo con acción directa sobre las personas dentro de su ámbito de competencias se persigue dentro del respeto de las competencias de las entidades que lo componen, al menos en la medida en que el uso por este último de estos poderes no*

A pesar de esta distinción, el propio LENAERTS advierte que *la historia constitucional de Estados Unidos ofrece una referencia conceptual para estos dos modelos básicos de federalismo, no obstante lo divergentes que son en su funcionamiento real*²⁶⁶. Por ello, se puede concluir con BALLBÉ y MARTÍNEZ que constituye una referencia para la configuración de comunidades supraestatales como la Unión Europea²⁶⁷.

Los Estados Unidos son una referencia obligada pues, pese a lo que puedan pensar algunos, desde el punto de vista político la finalidad de su sistema federal no es de mera organización territorial, sino de división del poder²⁶⁸. En palabras de

revierte en la división. Si es necesario, el sistema es completamente capaz de reconocer la existencia del pluralismo social de una entidad componente a otra. La Comunidad Europea y Suiza se estudian bajo esta etiqueta con referencias de fondo a los Estados Unidos. LENAERTS, Koen. *Constitutionalism and the Many Faces of Federalism*. The American Journal of Comparative Law Vol. 38, No. 2 (Spring, 1990). Pág. 206.

²⁶⁵ *El federalismo devolutivo, por el contrario, se refiere a un orden constitucional que redistribuye los poderes de un Estado unitario con anterioridad entre sus entidades componentes; estas entidades obtienen un estatuto de autonomía en sus ámbitos de responsabilidad. La preocupación principal es la organización de la diversidad en la unidad. El sistema sólo estará en equilibrio cuando el paso de un solo soberano hacia una estructura de múltiples soberanos ya no es percibido como un movimiento meramente centrífugo que amenaza la cohesión nacional.* LENAERTS, Koen. *Constitutionalism and the Many Faces of Federalism*. The American Journal of Comparative Law Vol. 38, No. 2 (Spring, 1990). Pág. 206.

²⁶⁶ LENAERTS, Koen. *Constitutionalism and the Many Faces of Federalism*. The American Journal of Comparative Law Vol. 38, No. 2 (Spring, 1990). Pág. 206.

²⁶⁷ *Después de más de 200 años, el modelo constitucional americano sigue siendo un punto de referencia para las reformas internas de los antiguos Estados centralistas y para la configuración de comunidades supraestatales (Unión Europea, Mercosur, NAFTA, etc). Pretender ignorar ese modelo pluralista es tan irreal como ingenuo, puesto que en todas las diferentes opciones de reforma institucional que se están dando en España, en Europa y en el mundo hay inspiraciones, copias o reproducciones, por convicción, por exigencias o por moda, de los principios e instituciones del Estado federal.* BALLBÉ, Manuel y MARTÍNEZ, Roser. *Soberanía dual y constitución integradora. La reciente doctrina federal de la Corte Suprema norteamericana*. Ariel. Barcelona: 2003. Pág. 22.

²⁶⁸ Como advierten BALLBÉ y MARTÍNEZ, *a pesar de lo que afirman algunos dogmáticos del federalismo, que piensan que no existe Estado federal si previamente no existen Estados independientes*

LENAERTS, *como sistema de poderes divididos, el federalismo procede de la esencia del constitucionalismo, que es el gobierno limitado operando bajo el imperio de la ley*²⁶⁹. En esta línea hay que subrayar como hacen BALLBÉ y MARTÍNEZ que *la idea fundamental del federalismo es establecer un sistema en el cual ninguna organización mayoritaria pueda dominar todas o gran parte de las estructuras de decisión del Estado compuesto*²⁷⁰.

Desde el punto de vista jurídico-económico, en fin, el estudio de la regulación de la inversión extranjera aparece vinculado primordialmente a la libre circulación de capitales. Ello obedece a razones históricas, habida cuenta de que, como subraya BENYON, la referencia al concepto de inversión extranjera directa en el Derecho originario aparece en la regulación de esta libertad fundamental²⁷¹, y tienen su antecedente en las normas de Derecho derivado que la desarrollaban²⁷². Como veremos

que se unen, el modelo norteamericano pone en evidencia que “más allá de los originales 13, muchos Estados nunca habían tenido ninguna independencia previa y aparte de los Estados Unidos”. Con ello queremos señalar que el reconocimiento de soberanía a esos Estados artificialmente contruidos forma parte de esa ficción legal imprescindible para fragmentar el poder y ser consecuente con el principio que va a informar todo el sistema de checks and balances (pesos y contrapesos). Es, por tanto, la deliberada construcción de contrapoderes siguiendo el modelo de “Ulises frente a las sirenas”: el propio poder (Estados Unidos) se autolimita configurando nuevos Estados, reconociéndoles soberanía dual y siendo consecuente con los valores pluralistas y federales que proclamaban. BALLBÉ, Manuel y MARTÍNEZ, Roser. Soberanía dual y constitución integradora. La reciente doctrina federal de la Corte Suprema norteamericana. Ariel. Barcelona: 2003. Pág. 27.

²⁶⁹ LENAERTS, Koen. *Constitutionalism and the Many Faces of Federalism*. The American Journal of Comparative Law Vol. 38, No. 2 (Spring, 1990). Pág. 205

²⁷⁰ BALLBÉ, Manuel y MARTÍNEZ, Roser. *Soberanía dual y constitución integradora. La reciente doctrina federal de la Corte Suprema norteamericana*. Ariel. Barcelona: 2003. Pág. 166.

²⁷¹ Indica este autor que *aunque los artículos 56 a 60 del Tratado CE, sobre la libre circulación de capital, actualmente artículos 63 a 66 y 75 del TFUE, se introdujeron en el Tratado de enero de 1994 - por lo tanto mucho después de que los contornos de las demás libertades del Tratado se hubiesen establecido en detalle por el Tribunal de Justicia- se propone comenzar con la consideración de la libre circulación de capitales, ya que es en el marco jurídico de los movimientos de capital en el que aparece el término específico "inversión directa". BENYON, Frank S. Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 7.*

²⁷² Como advierte HINDELANG, *El concepto de inversión directa se introdujo a través del artículo 73 del Tratado de Maastricht [ahora, después de la reforma Art 57 CE] en el curso de la adopción del*

más adelante, estas referencias se producen en un contexto económico mundial determinado, consistente en los últimos tiempos en la liberalización y desregulación de los mercados. Además, desde el punto de vista del Derecho de la Unión, debe subrayarse que la libre circulación de capitales es la libertad fundamental que ha experimentado la evolución más rica y compleja en el proceso de integración europea.

Si bien, en atención a su importancia, dedicaremos a la cuestión una atención específica, no queremos dejar de adelantar dos características. En primer lugar, la significación que tiene la consolidación de esta libertad como transferencia de soberanía en el marco del proceso de integración. Precisamente ello explica las dificultades que, como destaca DÍEZ MORENO, ha tenido su desarrollo²⁷³. En segundo término, debe advertirse con HINDELANG que ha pasado de ser una libertad fundamental con una eficacia limitada a ser la única que está reconocida en los Tratados con respecto a terceros países²⁷⁴.

Estas tres notas, aparte de evidenciar el interés de la comparación, nos llevan a

Tratado de Maastricht, antes esto se podía encontrar en el Derecho derivado, en el anexo I de la Directiva de Movimientos de Capital. HINDELANG, Steffen. The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 63-64.

²⁷³ *La libre circulación de capitales y pagos ha sido, históricamente, la que se desarrolló con mayores dificultades, por la tensión permanente con las políticas económicas nacionales o las políticas monetarias. Así haría inviable las políticas de restricción crediticia, o las políticas de financiación de obras de interés nacional, o las políticas de estabilidad de divisas. Frente a ellos las legislaciones nacionales sobre inversiones extranjeras se han desarrollado y liberalizado en casi todos los países, por cuanto que todos los Gobiernos desean atraer este tipo de inversiones, para lo cual es preciso un marco legal permisivo, estable y seguro. DÍEZ MORENO, Fernando. Manual de Derecho de la Unión Europea. 5ª Edición. Civitas. Madrid: 2009. Pág. 595.*

²⁷⁴ *Las disposiciones relativas a los movimientos de capital han experimentado cambios significativos en los últimos años, no sólo en la numeración, sino sustancialmente. Si bien durante mucho tiempo la libre circulación de capitales fue tratada como el "pariente pobre" de las libertades del mercado, ahora toma la delantera, al menos si uno se atreve a confiar en la promesa del Art. 56 (1) CE, por ser la única libertad que en su ámbito de aplicación se extiende más allá de las fronteras exteriores de la Comunidad, liberalizando los movimientos de capitales desde y hacia terceros países. HINDELANG, Steffen. The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Págs. 31-32.*

poner de manifiesto una circunstancia que, con cierta frecuencia, se obvia al estudiar el Derecho de la Unión Europea, como es el contexto histórico y económico en que se ha desarrollado. Por ello, antes de analizar la concreta evolución de la libre circulación de capitales, resulta imprescindible hacer una reflexión acerca de la lógica subyacente y de las características generales del proceso de integración europea desde un punto de vista histórico, económico y jurídico. A nuestro juicio, éste último sólo puede aprehenderse en su integridad si se toman en consideración los otros dos.

El proceso de integración al que responde este ordenamiento se enmarca en unas circunstancias políticas y económicas determinadas, sin las cuales no es posible entender su contenido, su evolución y su finalidad. Transcurridos sesenta años desde la firma del Tratado de París, se tiende a olvidar que el proceso de construcción europea está informado por una estrategia muy precisa y de profundo calado político²⁷⁵. A ello contribuye indudablemente la singular naturaleza del proceso que, como ha destacado BAQUERO, conduce a que no pueda hablarse en sentido propio de un texto constitucional sino de “momentos constitucionales”, el primero de los cuales es, precisamente, la constitución de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero²⁷⁶. Por

²⁷⁵ Como recuerda TORRES ESPINOSA, *la actual Unión Europea (UE) es más resultado de un plan que de factores contingentes, más producto de la obstinación por conservar un rumbo que del azar. Una comparación entre la estrategia inicial de integración y lo ocurrido en más de medio siglo en esa región, sustenta plenamente esta afirmación. Sin embargo, el torrente de acontecimientos que ha tenido lugar en ese periodo ha tenido el efecto de obscurecer la gran congruencia observada entre los objetivos y estrategias del Plan Schuman —precisados y formalizados por el Tratado de París—, y la dirección que ha seguido el proceso europeo de integración. El que dicho Plan se haya cumplido casi al pie de la letra, y además con éxito, es, sin duda, un hecho excepcional en el campo de la implementación de planes y programas.* TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional.* Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N°. 8, 2008. Pág. 730.

²⁷⁶ *La constitución de la Comunidad Europea se ha ido formando y sigue formándose a través de sucesivos momentos constitucionales (según expresión de Bruce ACKERMAN) protagonizados esencialmente por los Estados. El primero fue la firma en París del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (1951). Los momentos sucesivos son bien conocidos. En un futuro cercano el proceso podría completarse con una constitución más perfecta y estable. Por el momento, la Comunidad sólo cuenta con un conjunto heterogéneo de materiales constitucionales.* BAQUERO CRUZ, Julio. *Entre competencia y libre circulación. El Derecho Constitucional Económico*

ello, como hace TORRES ESPINOSA, no debemos dejar de subrayar que *existe una relación más directa de lo que generalmente se piensa entre el plan que inspiró la constitución de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero, y la dirección que el proceso de integración ha seguido desde entonces. Desde esta perspectiva, el caso europeo emerge como la inusual historia de una teoría que ha sido fiel y exitosamente llevada a la práctica*²⁷⁷.

En este ejercicio resulta imprescindible remontarse a ese primer momento constitucional para poder apreciar en su justa medida la significación del proceso²⁷⁸. A estos efectos nuestro análisis se va a estructurar en tres pasos. En primer lugar, nos referiremos al contexto geopolítico y geoeconómico en el que se inicia el proceso constitucional. Sólo tras este análisis se puede apreciar en su conjunto la estrategia subyacente en el denominado Plan Schuman. Ello nos permitirá, en segundo lugar, entender el marco institucional en que ha cristalizado la Unión Europea. Para concluir, nos facilitará, en tercer lugar, entender la lógica de lo que hoy se denomina “Mercado Interior” como instrumento del proceso de integración.

3.1.2.- Implicaciones geopolíticas y económicas del Plan Schuman.

Con referencia al contexto geopolítico y económico, resulta imprescindible no olvidar que el primer paso del proceso de construcción europea se produjo en un momento muy preciso: el final de la II Guerra Mundial y el inicio de la Guerra Fría. Los

de la Comunidad Europea. Civitas. Madrid: 2002. Pág. 79.

²⁷⁷ TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional*. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N.º. 8, 2008. Pág. 715.

²⁷⁸ En palabras de TORRES ESPINOSA, *esta inusual relación entre teoría y práctica no podría entenderse plenamente si se ignoran los acontecimientos que conectan al Tratado de París con los Tratados de Roma de 1958. A pesar de ello, el primero sigue siendo el Tratado fundacional menos estudiado. En 1950, Schuman había señalado que "Europa no se hará de una vez ni en una obra de conjunto: se hará gracias a realizaciones concretas", y agregó que su propuesta constituía "la primera etapa de la federación europea". Por su parte, en el Tratado de París se puede leer que los países signatarios estaban "resueltos" a construir "los primeros cimientos de una comunidad más amplia y profunda entre pueblos". TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional*. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N.º. 8, 2008. Pág. 730-731*

acontecimientos que se han sucedido a un ritmo vertiginoso durante los últimos sesenta años hacen que las actuales generaciones no apreciemos en su justa medida esta circunstancia.

En efecto, hoy tiende a olvidarse la puesta en marcha del proyecto europeo está mediatizada por lo que se ha dado en denominar la “cuestión alemana”, señaladamente las históricas tensiones geopolíticas y económicas entre Alemania y Francia y la situación de Alemania tras la guerra. Sin embargo, como puntualiza TORRES ESPINOSA *la actual Unión Europea no podría entenderse sin la Comunidad Europea del Carbón y el Acero, y que, a su vez, para entender el nacimiento de esta última es necesario tener presente la histórica rivalidad franco-alemana*²⁷⁹.

En este sentido, la historiadora francesa Régine PERRON subraya que *la primera Comunidad europea vio la luz sobre la base de dos industrias fundamentales para toda economía, la del carbón y la siderurgia. En efecto, hemos olvidado prácticamente que el carbón era aún al final de la Segunda Guerra Mundial la primera fuente de energía mundial*²⁸⁰. De hecho, el control de la producción del carbón y del acero era uno de los focos de tensión entre Alemania y Francia desde mediados del siglo XIX²⁸¹.

²⁷⁹ TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional*. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N°. 8, 2008. Pág. 740-741.

²⁸⁰ PERRON, Régine. *La signification de la CECA de 1945 à 1958*. Journal of European Integration History. Vol. 3. N° 2. 1997. Pág. 53

²⁸¹ TORRES ESPINOSA precisa que, *por décadas, la zona carbonífera del Ruhr constituyó un tema medular en las relaciones entre Francia y Alemania, así como una fuente de tensión e inestabilidad regional. La Guerra Franco-Prusiana provocó la cesión de una parte de Lorraine al Imperio Alemán en 1871. Con ello, "los ricos yacimientos de hierro de la Cuenca de Briey" fueron divididos. A partir de entonces, Lorraine contribuyó con sus ricos yacimientos minerales a la consolidación del complejo siderúrgico del Ruhr y, por tanto, a la rápida expansión industrial y militar alemana. La Cuenca del Sarre jugó el mismo papel. El Tratado de Versalles (1919) dio autoridad sobre esta última a la Liga de las Naciones por quince años, y devolvió Lorraine a Francia. No obstante, los franceses se percataron muy pronto de que el Ruhr podía modernizarse y prosperar sin Lorena, pero que esta última no podía sobrevivir sin el carbón de la primera.* TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional*. Anuario Mexicano de

De la misma manera, PERRON advierte además de las peculiaridades del mercado del carbón, al que no podría aplicarse el modelo de mercado perfecto, ya que intervienen numerosas distorsiones, tanto de orden económico como político²⁸². En efecto, el problema no se circunscribía al mero control político de una región determinada, sino que también estaba sobre la mesa el control que los cárteles habían ejercido sobre estas materias primas. El historiador Mark GILBERT nos señala que, *antes de 1939, un cartel de productores alemanes había impedido a Francia la compra del carbón que necesitaba para alimentar su propia industria del acero*²⁸³. Con estos antecedentes se entiende que en la Conferencia de Potsdam, antes de cualquier otra solución, se hubiera convenido que los objetivos de la ocupación de Alemania por los Aliados eran su desmilitarización, desnazificación, democratización y descartelización²⁸⁴.

De esta manera, a la conclusión de la Segunda Guerra Mundial, Alemania pasó a ser un país ocupado por las cuatro potencias vencedoras, que no tenían una noción clara de cuál sería el destino del país²⁸⁵. No sólo había unos evidentes intereses contrapuestos

Derecho Internacional. N° 8, 2008. Pág. 716.

²⁸² PERRON, Régine. *La signification de la CECA de 1945 à 1958*. Journal of European Integration History. Vol. 3. N° 2. 1997. Pág. 53

²⁸³ GILBERT, Mark. *European integration: a concise story*. Rowman & Littlefield Publishers. 2012. Pág. 25.

²⁸⁴ Respecto de la situación de Alemania, GILBERT recuerda que *en la conferencia de Potsdam (julio-agosto de 1945), las “tres grandes” potencias alcanzaron un amplio acuerdo sobre la forma de tratar a la Alemania vencida en espera de un tratado definitivo de paz. Decidieron que Alemania debería ser objeto de “una desnazificación, desmilitarización, democratización, descentralización y descartelización”. Alemania debía considerarse como una sola entidad económica, regida por una Comisión de Control Aliado en la que cada una de las tres potencias, además de Francia, poseería un derecho de veto. Los aliados establecerían gobiernos elegidos democráticamente en las zonas que controlaban*. GILBERT, Mark. *European integration: a concise story*. Rowman & Littlefield Publishers. 2012. Pág. 24

²⁸⁵ *Ninguna cuestión preocupaba más a los estadistas de posguerra que la de cómo debería ser gobernada Alemania. En 1945, Alemania fue dividida en cuatro zonas por las potencias aliadas. Gran Bretaña ocupó la parte noroeste del país, una zona que incluía las grandes ciudades de Colonia y Hamburgo y el cinturón industrial del Ruhr. Los Estados Unidos administraban el centro-sur,*

entre la Unión Soviética y los Aliados, sino que dentro de éstos Francia tenía unos objetivos que no se compadecían con los de los Estados Unidos y el Reino Unido. El problema del carbón y del acero, particularmente en lo relativo al control de la cuenca del Ruhr, estuvo presente desde el primer momento en las mesa de negociaciones²⁸⁶. Sin embargo, la puesta en práctica de los acuerdos de Potsdam no fue ni sencilla ni definitiva. Por un lado, comenzaron a aflorar las tensiones con la Unión Soviética que conducirían a la Guerra Fría. Por otro, era preciso dar respuesta a la preocupación que suscitaba en Francia la reorganización de Alemania.

Respecto del primer extremo, las tensiones ente el Reino Unido y los Estados Unidos, por un lado, y los soviéticos, por otro, desembocaron en la creación de la Bizona que integraba las zonas de ocupación británica y americana²⁸⁷. Estas tensiones

incluyendo Frankfurt del Main y Munich. Los franceses ocuparon la región de la Selva Negra y Renania, así como el Sarre, mientras que los rusos ocuparon Prusia y Sajonia. Austria estaba dividida igualmente entre las potencias hasta el Tratado de Estado de 1995. Desde el punto de vista de la administración, Berlín (y Viena) era una réplica en miniatura del país en su conjunto. GILBERT, Mark. *European integration: a concise story*. Rowman & Littlefield Publishers. 2012. Pág. 24.

²⁸⁶ TORRES ESPINOSA recuerda que *el fin de la Segunda Guerra Mundial trajo de nuevo el asunto del Ruhr a la mesa de negociaciones. Con justa razón, los aliados atribuyeron al carbón alemán el haber permitido el poderío militar de Hitler. Así, en su mira se encontraba el Ruhr y la producción de acero dominada por el emporio Vereinigte Stahlwerke. Un factor decisivo en la forma como que se resolvió la lucha por su control fue la partición de Alemania en "zonas de ocupación" y el acuerdo entre los Estados Unidos y el Reino Unido de 1944, por el cual dichos países decidieron que el Ruhr quedara ubicado dentro de la zona británica. En respuesta, Francia y luego la Unión Soviética demandaron, con un mayor énfasis, la "internacionalización" de esa región estratégica. Mientras que la posibilidad de que los rusos pudieran influir en el Ruhr se alejaba, la asignación a Francia de una "zona de ocupación" y de un lugar en el Consejo de Control para Alemania favorecerían su propuesta de una administración aliada del carbón y acero alemanes.* TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional*. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N°. 8, 2008. Pág. 716-717.

²⁸⁷ Tras referirse al acuerdo de Potsdam, GILBERT puntualiza que *este acuerdo general nunca se tradujo en un tratado de paz definitivo. Ni Gran Bretaña y los Estados Unidos ni la Unión Soviética fueron capaces de mantener su palabra. La Unión Soviética obstruyó la competencia democrática en su zona y también renegó de sus envíos prometidos de productos agrícolas al oeste. Gran Bretaña y Estados Unidos respondieron con la suspensión de los envíos de instalaciones industriales a la URSS en la primavera de 1946. En la medida en que los envíos no continuaron, las zonas occidentales de Alemania,*

se trataron de aplacar durante el Consejo de Ministros de Asuntos Exteriores celebrado en Londres en noviembre-diciembre de 1947. Sin embargo, la reunión resultó un fracaso y no se alcanzó ningún acuerdo respecto del acuerdo de paz con Austria y Alemania²⁸⁸.

En este contexto era necesario garantizar el control occidental sobre Alemania. No obstante, eso no se conciliaba con la postura que venía manteniendo el Gobierno francés. Francia estaba convencida de que la única manera de evitar una nueva amenaza militar alemana era privarle de la capacidad de una actuación independiente. Ello pasaba por retirarle el control de la cuenca del Ruhr y atribuir su control a una instancia internacional.

*sobre todo de la zona industrial densamente poblada controlada por los británicos, no pudieron reanudar la producción a un nivel lo suficientemente alto como para comprar comida para alimentarse y tuvieron que depender de la caridad de las autoridades de ocupación. Esto era bastante costoso para Estados Unidos, pero para una Gran Bretaña debilitada por la guerra era una carga imposible. En el invierno de 1946 a 1947, las raciones británicas para alimentar a la población de Alemania - apenas un movimiento popular ineditamente después del final de la guerra. En enero de 1947, Gran Bretaña y Estados Unidos unieron sus zonas para crear "Bizonia", que fue organizada como un estado federal autónomo sometido a la supervisión de las autoridades de ocupación. En la Unión Soviética se debió percibir como si las potencias "capitalistas" estuviesen reconstruyendo Alemania en su contra. GILBERT, Mark. *European integration: a concise story*. Rowman & Littlefield Publishers. 2012. Pág. 24-25*

²⁸⁸ Como resume GILBERT, estos temores proporcionaron los antecedentes al Consejo de Ministros de Asuntos Exteriores en Londres en noviembre y diciembre de 1947 que se ha mencionado anteriormente. Después de la ruptura de las conversaciones de Londres, la Guerra Fría comenzó en serio. El golpe de Estado comunista en Checoslovaquia en febrero de 1948, la firma del Pacto de Bruselas, y las ideológicamente cargadas elecciones en abril de 1948 en Italia se siguieron en una rápida sucesión. En este contexto, la consolidación del dominio occidental sobre Alemania del Oeste se convirtió en un imperativo estratégico. Los Estados Unidos ampliaron la ayuda del Plan Marshall a Alemania y pidieron la formación de un gobierno de Alemania Occidental, una idea que fue recibida con gran precaución por los propios alemanes, que temían, con razón, que llevaría al desmembramiento de la nación. En junio de 1948, la unificación monetaria de las tres zonas occidentales tuvo lugar, y se introdujo el marco alemán. La URSS respondió cortando el transporte por carretera, ferrocarril y fluvial a Berlín. Sólo el milagroso puente aéreo angloamericano mantuvo a los dos millones de berlineses con vida durante el invierno siguiente. Cuando se alzó el bloqueo soviético en mayo de 1949, se habían realizado unos 277.000 vuelos y se habían entregado alrededor de 2,4 millones de toneladas de carga. GILBERT, Mark. *European integration: a concise story*. Rowman & Littlefield Publishers. 2012. Pág. 25

Ahora bien, a la vista de la nueva situación con la Unión Soviética, Francia aceptó cambiar su orientación y aceptar la política angloamericana con respecto a Alemania. Se trataba de frenar la naciente amenaza que constituía el incipiente poder soviético para Europa Occidental y, por extensión, para la propia Francia²⁸⁹. Precisamente, el precio que exigió Francia por ese cambio fue el Acuerdo del Ruhr²⁹⁰. Estas circunstancias explican el Acuerdo del Ruhr, suscrito por Estados Unidos, el Reino Unido, Francia y los países del Benelux (Bélgica, Holanda y Luxemburgo) el 28 de abril de 1949²⁹¹.

²⁸⁹ Al respecto GILBERT precisa que *Francia aceptó la política angloamericana hacia Alemania desde junio de 1948 en adelante en gran parte porque no tenía otra opción. Los Estados Unidos habían decidido que la recuperación y la seguridad europeas precisaban una Alemania fuerte. El acuerdo de Francia, sin embargo, marcó un drástico giro en su política exterior. Después de Potsdam, los sucesivos gobiernos franceses habían defendido la independencia de Renania del resto de Alemania (lo que habría proporcionado a Francia una pantalla útil contra el resurgimiento de una Alemania fuerte), la internacionalización de la cuenca del Ruhr, y el desvío del carbón y acero alemanes a la economía francesa. Pero los acontecimientos de la primavera de 1948 hicieron a los estadistas franceses conscientes de que el principal peligro militar para Francia lo presentaba la URSS, no Alemania. Por tanto, Francia necesitaba la ayuda de Estados Unidos, que no estaba garantizada a menos que Francia colaborara con las nacientes autoridades políticas de Alemania Occidental.* GILBERT, Mark. *European integration: a concise story*. Rowman & Littlefield Publishers. 2012. Pág. 25

²⁹⁰ Recuerda GILBERT que *el precio de la aquiescencia francesa fue una parte de la dirección de la cuenca minera del Ruhr. Antes de 1939, un cártel de productores alemanes había impedido a Francia la compra del carbón que necesitaba para alimentar su propia industria del acero. Después del colapso del Consejo en Londres, Francia peleó duro en las negociaciones entre los tres aliados occidentales sobre el futuro de Alemania Occidental para garantizar que "el acceso al carbón, el coque y el acero del Ruhr, que antes estaba sujeto al control exclusivo de Alemania, [debería] garantizarse en el futuro sin discriminación a los países de Europa que cooperan en el bien común"*. GILBERT, Mark. *European integration: a concise story*. Rowman & Littlefield Publishers. 2012. Pág. 25-26

²⁹¹ Según indica TORRES ESPINOSA, *desde los tiempos de la guerra, el general De Gaulle había promovido la idea de retirarle a Alemania la posesión del Ruhr y otorgarle su control a una instancia internacional en donde participaran los países dependientes del carbón de esa región. Luego de haber sufrido en carne propia la experiencia de una guerra con Alemania y de dos guerras "mundiales", los franceses se habían finalmente convencido de que la única forma de protegerse de la amenaza militar era reducir, de raíz, la capacidad alemana de acción independiente. El gran reto era concebir un mecanismo que hiciera "materialmente imposible" una nueva guerra. Un primer paso en esa dirección lo constituye*

Desde el primer momento el acuerdo presentaba graves dificultades y no satisfacía plenamente a las partes²⁹². El Plan Schuman es, en cierta medida, un instrumento para salvar esas limitaciones. Como destaca TORRES ESPINOSA, *este acuerdo creó la Autoridad Internacional del Ruhr, integrada por los seis países indicados más Alemania Occidental. Su objetivo era garantizar que "los recursos del Ruhr no serán utilizados en el futuro para el propósito de la agresión". Sin embargo, a pesar de sus amplias facultades formales, dicho órgano se limitó a "determinar la cantidad de carbón que sería exportado por Alemania Occidental", sobre bases comerciales y no de reparación de los daños de guerra causados. Hasta aquí, todo hacía suponer que se iba a repetir lo acontecido después de la Primera Guerra. Pero no, para entonces los franceses habían ya concebido una novedosa estrategia de integración para Europa: el llamado Plan Schuman. Este importante plan provocaría el nacimiento de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero y la disolución de la Autoridad del Ruhr en febrero de 1953*²⁹³.

el Acuerdo del Ruhr suscrito por Estados Unidos, el Reino Unido, Francia y los países del Benelux (Bélgica, Holanda y Luxemburgo) el 28 de abril de 1949. TORRES ESPINOSA, Eduardo. La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N°. 8, 2008. Pág. 717.

²⁹² Así lo resalta GILBERT, cuando recuerda que *con este fin, Francia instó a la creación de una "Autoridad Internacional" para la Cuenca del Ruhr. Pero esta solución era tres veces impopular. Los franceses no estaban satisfechos con los poderes sustantivos otorgados a la autoridad para administrar la industria pesada alemana directamente; los estadounidenses pusieron en duda su necesidad, y los alemanes se resintieron de la restricción a su soberanía nacional sobre la política industrial. La Autoridad entró en vigor en diciembre de 1948, pero fue demasiado débil para planear o controlar el crecimiento de la producción industrial alemana. La producción de acero germano-occidental, que se había limitado a menos de tres millones de toneladas métricas en 1947 (Francia produjo casi seis millones), aumentó a más de nueve millones de toneladas en 1949 (lo mismo que Francia). En 1950, Alemania produjo doce millones de toneladas; Francia, menos de nueve millones. El milagro económico que devolvería Alemania a su posición como potencia económica de Europa había comenzado.* GILBERT, Mark. *European integration: a concise story*. Rowman & Littlefield Publishers. 2012. Pág. 26

²⁹³ TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N°. 8, 2008. Pág. 717-718.*

Es en este contexto es en el que se produce la Declaración SCHUMAN, que, como hemos indicado, constituye el primer momento constitucional de la Unión Europea. En ella el Gobierno francés propone *que se someta el conjunto de la producción franco-alemana de carbón y de acero a una Alta Autoridad común, en una organización abierta a los demás países de Europa*. La Declaración continuaba señalando que *la puesta en común de las producciones de carbón y de acero garantizará inmediatamente la creación de bases comunes de desarrollo económico, primera etapa de la federación europea, y cambiará el destino de esas regiones, que durante tanto tiempo se han dedicado a la fabricación de armas, de las que ellas mismas han sido las primeras víctimas*. En definitiva, *la solidaridad de producción que así se cree pondrá de manifiesto que cualquier guerra entre Francia y Alemania no sólo resulta impensable, sino materialmente imposible*²⁹⁴.

De ahí que TORRES ESPINOSA indique que *se desprende que el objetivo central detrás del Plan Schuman era "político más que económico"*. En otras palabras, *dicho plan buscó dar una solución económica a un problema esencialmente político: la prevención de una nueva guerra por la vía de la integración económica y política de Europa*²⁹⁵. Dicho esto, aunque no se pueda desconocer la simbología ideológica y moral de la CECA, hemos de convenir con PERRON que es *necesario reubicar la*

²⁹⁴ En esta línea BAQUERO indica que, *como se ha dicho, el primer "momento constitucional" de la Comunidad fue el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero*. Dicho Tratado y los momentos sucesivos tienen su punto de partida en la declaración de Robert SCHUMAN, a la sazón ministro francés de Asuntos Exteriores, hecha pública el 10 de mayo de 1950, víspera del décimo aniversario de la invasión de los Países Bajos, Bélgica y Francia por parte de Alemania. La declaración francesa invitaba a Alemania y otros Estados europeos a unir sus producciones de carbón y acero a fin de dar un primero paso hacia *"una Federación europea indispensable para el mantenimiento de la paz"*. La paz habría de ser garantizada mediante la creación de una solidaridad de hecho entre los miembros de tal federación, lo que haría una nueva entre Francia y Alemania *"no sólo impensable, sino materialmente imposible"*. La declaración afirmaba además que *"Europa no se hará de una vez ni en una obra de conjunto [une construction d'ensemble]: se hará gracias a realizaciones concretas, que creen en primer lugar una solidaridad de hecho"* (empezando por sectores económicos clave, como la producción de carbón y acero). BAQUERO CRUZ, Julio. *Entre competencia y libre circulación. El Derecho Constitucional Económico de la Comunidad Europea*. Civitas. Madrid: 2002. Pág. 85-86.

²⁹⁵ TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional*. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N.º. 8, 2008. Pág. 721.

*creación de la CECA en un contexto más amplio, es decir, en el contexto económico y político del mercado del carbón en Europa Occidental*²⁹⁶. En esta línea, señala GILBERT que *bajo el alto tono moral de la declaración, el interés nacional francés estaba vivo y coleando. Entre otras cosas, la declaración insistió en que "la tarea" de la Alta Autoridad sería asegurar "el suministro de carbón y acero en términos idénticos a los mercados francés y alemán, así como los mercados de los otros países miembros". Monnet argumentó que los norteamericanos estaban decididos a hacer de Alemania un aliado en la Guerra Fría. Tarde o temprano, la competencia industrial alemana pondría a Francia ante la sombría elección de proteger su industria siderúrgica o la aceptación de la superioridad alemana en este campo. Monnet favoreció un acuerdo con Alemania Occidental cuando aún era débil y usando la Alta Autoridad propuesta para garantizar la existencia de una relación de equilibrio industrial entre los dos países*²⁹⁷.

De ahí lo acertado de la valoración de TORRES ESPINOSA, cuando precisa que *el desenlace de la Segunda Guerra permitió a Francia utilizar, nuevamente, su carácter de aliado para tratar de construir una Europa más segura para ese país. El cómo lograrlo vendría de Monnet a la cabeza de un puñado de franceses. En retrospectiva, su estrategia parece demasiado simple por su lógica: Si un país es capaz de "fusionar" el patrimonio de su enemigo con el propio, la rivalidad se convertirá en cooperación mutua. Pero, su gran innovación reside en que para lograrlo era indispensable crear instituciones con autoridad política y jurídica real sobre las partes, no sólo entre ellas*²⁹⁸.

Por tanto, ya desde el primer momento se aprecia una lógica en el proceso que está vinculada a la soberanía económica y la salvaguardia de la paz y la seguridad. Esta lógica se despliega sobre la base de dos pilares, uno de índole institucional y otro de

²⁹⁶ PERRON, Régine. La signification de la CECA de 1945 à 1958. *Journal of European Integration History*. Vol. 3. N° 2. 1997. Pág. 54

²⁹⁷ GILBERT, Mark. *European integration: a concise story*. Rowman & Littlefield Publishers. 2012. Pág. 28

²⁹⁸ TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional*. *Anuario Mexicano de Derecho Internacional*. N° 8, 2008. Pág. 740-741.

naturaleza económica. El primero se plasma en el diseño de una arquitectura institucional sin precedentes en el Derecho Internacional. El segundo, dentro de ese marco institucional, se refleja en el aspecto económico como cauce para convertir la rivalidad geoeconómica en una dinámica de integración y solidaridad.

3.1.3.- La importancia de la arquitectura institucional.

El diseño institucional es una pieza clave del plan, que denota desde el comienzo una finalidad más amplia que la mera creación de un mercado común del carbón y del acero²⁹⁹. Este marco institucional era el cauce que permite canalizar la cesión de soberanía a una entidad supranacional, que es el rasgo que singulariza el proceso de integración europeo³⁰⁰. La prueba más palpable de la ambición del proyecto es que, en

²⁹⁹ Como afirma TORRES ESPINOSA, *la elección de Jean Monnet como primer presidente de la Alta Autoridad de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA) dejó claro que el Grupo de los Seis buscaba algo más que "los beneficios materiales de un comercio más libre". Monnet mismo se encargó de confirmarlo en marzo de 1953, al afirmar que: "Nuestra Comunidad no es una asociación de productores de carbón y acero; es el principio de Europa". Habría que agregar que tampoco constituía una organización convencional, gracias a su convicción de que "nada es duradero sin instituciones".* TORRES ESPINOSA, Eduardo. La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. Nº. 8, 2008. Pág. 721.

³⁰⁰ *Durante los años cuarenta, la guerra había favorecido al resurgimiento del ideal de una Europa unida. Las numerosas y muy diversas propuestas integracionistas culminaron con la creación del Consejo de Europa en 1949. La gran diferencia entre este Consejo y la CECA radicaba en la forma y el método para alcanzar la tan anhelada unidad. Dicho de otro modo, los distanciaba la manera de abordar un asunto tabú: el papel de la soberanía nacional en el proceso. Mientras que el Consejo fue concebido como un instrumento para la acción de los países participantes, dejando su soberanía intacta, la operación de la Comunidad exigía que los países miembros aceptaran ceder una parte de su soberanía. De ahí que Kriesberg definiera a esta Comunidad como "una institución supranacional con derechos soberanos sobre las industrias del carbón y del acero de las naciones miembros".*

Sin duda, la gran innovación del Tratado de París fue haber creado una Comunidad con rasgos supranacionales. El contenido general de ese acuerdo confirma esta intencionalidad. Para disipar cualquier duda, el Tratado hace dos referencias al "carácter supranacional" de las funciones de su órgano ejecutivo (artículo 9º.). Una de ellas se refiere a la obligación de los países signatarios de no interferir en su funcionamiento. Además de otorgarle personalidad jurídica y puntualizar que gozaría "en cada uno de los Estados miembros de la más amplia capacidad jurídica reconocida a las personas jurídicas nacionales" (artículo 6º.), el Tratado le brindó a la CECA las "inmunidades y privilegios necesarios para el cumplimiento de su misión" dentro del mismo ámbito nacional (artículo 76). Más

lo esencial, la actual Unión Europea responde en lo esencial a la arquitectura institucional de la CECA, basada en una Alta Autoridad³⁰¹, un Tribunal de Justicia³⁰²,

importante aún, el Grupo de los Seis reconoció obligatoriedad a las decisiones ejecutivas de la Comunidad (artículo 14) y aceptó que sus resoluciones judiciales tuvieran "fuerza ejecutiva en el territorio de los Estados miembros" (artículo 44). TORRES ESPINOSA, Eduardo. La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N.º. 8, 2008. Pág. 721-722.

³⁰¹ *La Alta Autoridad fue originalmente concebida como el órgano ejecutivo y administrativo de la Comunidad y, por tanto, quedó encargada de "asegurar la consecución de los objetivos" del Tratado (artículo 8º.). El "carácter supranacional de sus funciones" explica las medidas adoptadas para protegerla de influencias provenientes de los gobiernos nacionales. Sus nueve integrantes —nombrados por seis años, atendiendo sólo a "su competencia general"— debían conducirse con "absoluta independencia", lo que los obligaba a no solicitar ni aceptar "instrucciones de ningún Gobierno". Asimismo, se prohibió que entre ellos hubiera más de dos con la misma nacionalidad. Esta disposición fue complementada con la introducción del sistema de mayoría para la toma de decisiones (artículo 9º.). Finalmente, se estableció que la actividad de la Alta Autoridad sería apoyada por un Comité Consultivo integrado por "productores, trabajadores, usuarios y comerciantes" vinculados con las dos industrias bajo su esfera de influencia.*

Al interior de la Comunidad, la actuación de la Alta Autoridad quedó sujeta a tres diferentes controles: uno político, uno jurídico y uno económico. En primer lugar, ese órgano debía presentar un informe anual de actividades a la Asamblea Común para su discusión en "sesión pública" (artículo 17). Su rechazo por "dos tercios de los votos" traería como consecuencia la renuncia colectiva de los miembros de la Alta Autoridad (artículo 24). Pero, ¿quiénes eran los titulares de esta facultad para emitir este voto de censura?: 78 "representantes de los pueblos" designados por los parlamentos nacionales, de entre sus miembros, o electos "por sufragio universal directo" (artículo 21, 1). Cabe mencionar que, a diferencia de lo que ocurrió con la Alta Autoridad, la Asamblea Común fue inspirada por la Asamblea Consultiva del Consejo de Europa, creada en mayo de 1949. TORRES ESPINOSA, Eduardo. La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N.º. 8, 2008. Pág. 723-724.

³⁰² *En segundo lugar, el Tribunal de Justicia —integrado por siete jueces nombrados de "común acuerdo" por los gobiernos de "entre personalidades que ofrezcan absolutas garantías de independencia y competencia" (artículo 32)- fue facultado para controlar la legalidad de los actos y omisiones de la Alta Autoridad. Asimismo, los miembros de ésta última podían "ser cesados por el Tribunal, a instancia de la Alta Autoridad o del Consejo [Especial de Ministros]", en los casos previstos por el Tratado (artículo 12). Por otro lado, el Tribunal disponía de la facultad para anular, a petición de uno de los Estados miembros o de la Alta Autoridad, los acuerdos de la Asamblea o del Consejo" (artículo 38). En general, ese órgano auténticamente jurisdiccional tenía en sus manos garantizar "el respeto del derecho*

una Asamblea Común y un Consejo Especial de Ministros³⁰³. El equilibrio entre estas instituciones responde obviamente a las preocupaciones e intereses de los seis Estados firmantes³⁰⁴.

Ello obligó a un diseño novedoso, respecto del cual TORRES ESPINOSA señala que como Monnet observó, no existía "ningún precedente" que pudiera servir como modelo en el diseño del órgano ejecutivo de la Comunidad. Aunque esgrimiendo diferentes razones, Francia y Alemania llegarían a un punto de acuerdo: la necesidad de una entidad supranacional fuerte. Ello le garantizaba a Francia su seguridad nacional frente a Alemania, y al mismo tiempo le brindaba a Alemania la oportunidad de recobrar algo de la soberanía perdida. El temor de que se pudiera crear una "dictadura de expertos" llevó a los países del Benelux a exigir la inclusión de

en la interpretación y aplicación" del Tratado, así como de sus "reglamentos de ejecución" (artículo 31). TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional*. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N.º. 8, 2008. Pág. 724.

³⁰³ En tercer lugar, el control económico de la Alta Autoridad era ejercido por el Consejo Especial de Ministros, único órgano realmente intergubernamental. Su función principal era la "de armonizar la acción de la Alta Autoridad con la de los Gobiernos" de los seis países signatarios (artículo 26). Este Consejo estaba integrado por un representante de cada uno de ellos y su presidencia sería ejercida "por rotación" trimestral, "siguiendo el orden alfabético de los Estados miembros" (artículo 27). Dicho órgano podía pedir a la Alta Autoridad se abocara "al estudio de todas las propuestas y medidas que él considere oportunas y necesarias para la consecución de los objetivos comunes" (artículo 26). Asimismo, le correspondió nombrar, de manera indirecta, a los miembros del Consejo Consultivo. En general, la función de este Consejo no era supervisar a la Alta Autoridad, sino sólo asistirle con su voto en la toma de las decisiones. TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional*. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N.º. 8, 2008. Pág. 724-725.

³⁰⁴ TORRES ESPINOSA se plantea ¿por qué se eligió este particular arreglo institucional? En uno de los muy pocos trabajos sobre el tema, Rittberger afirma que las variaciones en las preferencias de los actores en materia de cooperación son acompañadas por lógicas distintas en el campo de la construcción institucional. De este modo, mientras que para Francia y Alemania la mayor preocupación era su seguridad nacional, para los países del Benelux la cooperación debía servir a propósitos económicos. Para dicho autor, en suma, la conciliación de ambas posturas responde a la pregunta antes planteada. TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional*. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. N.º. 8, 2008. Pág. 722-723.

*instituciones que sometieran al órgano ejecutivo a "una rendición de cuentas democrática". La aceptación unánime de que lo anterior sólo podía lograrse a través de instituciones representativas, determinó el arreglo institucional, la distribución de poder y el sistema de pesos y contrapesos de la Comunidad*³⁰⁵. El equilibrio institucional de este sistema constituye una pieza clave para garantizar el funcionamiento de la Comunidad, tal y como se evidencia desde los primeros momentos en la histórica Sentencia Meroni³⁰⁶ y, en lo esencial, ha llegado hasta nuestros días³⁰⁷.

3.1.4.- La lógica del Mercado Interior.

En tercer lugar, el otro pilar en que se basa la lógica del proceso es, como hemos dicho, la creación de un mercado común como cauce para convertir la tensión geoeconómica en una dinámica de integración y solidaridad. En este punto se aprecia igualmente una línea coherente que se remonta al primer momento constitucional. BAQUERO destaca que *la orientación económica del proyecto de integración también estaba clara desde el principio. El último párrafo de la declaración aclaraba que, "en*

³⁰⁵. TORRES ESPINOSA, Eduardo. La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. Nº. 8, 2008. Pág. 723.

³⁰⁶ Sentencia Meroni /Alta Autoridad, 10/56, EU:C:1958:8; más tarde se analizó la cuestión en la Sentencia Romano, 98/80, EU:C:1981:104, y en la reciente Sentencia de 22 de enero de 2014, Reino Unido/Consejo y Parlamento, C-270/12, EU:C:2014:18. Curiosamente esta última Sentencia analiza la conformidad con el Derecho de la Unión de la atribución a la Autoridad Europea de Valores y Mercados de competencias en materia de "credit default swaps", es decir, uno de los instrumentos en los que según ciertos autores se han materializado los ataques contra la soberanía económica de los Estados.

³⁰⁷ Como precisa TORRES ESPINOSA, *el arreglo institucional cuatripartito dado a la nueva Comunidad es producto de las negociaciones del Tratado de París y sus rasgos supranacionales tienen dos fuentes. Por un lado, la propuesta francesa de constituir una Alta Autoridad con amplios poderes sobre las partes y, por el otro, la insistencia de los países del Benelux en la necesidad de incorporar otras instituciones que controlaran la acción de la primera. Como quedó debidamente sustentado, el arreglo elegido mostró muy pronto tanto viabilidad como eficacia y eficiencia para alcanzar sus fines. De mayor relevancia aún es el hecho de que las características estructurales, operativas y teleológicas básicas con las que fue concebido hayan sobrevivido al paso del tiempo y, además, evolucionado en la dirección deseada por sus diseñadores.* TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional.* Anuario Mexicano de Derecho Internacional. Nº. 8, 2008. Pág. 741.

contraste con los carteles internacionales, que están dirigidos a dividir y explotar los mercados nacionales mediante prácticas restrictivas y el mantenimiento de altos rendimientos, la organización propuesta asegurará la fusión de los mercados y la expansión de la producción”. Ello implica ya la necesidad de controlar los comportamientos de las empresas mediante normas de competencia e impedir el proteccionismo estatal mediante la garantía de la libre circulación de los factores económicos pertinentes. La declaración Schuman, reproducida casi al pie de la letra en el preámbulo del Tratado de París de 1951, constituye un documento constitucional esencial, pues contiene los valores y principios fundamentales de carácter tanto político como económico del proceso de integración europea. Los mismos pasarán a la sustancia del Tratado de París, influirán en el informe Spaak y acabarán integrándose en el Tratado de Roma³⁰⁸. Es decir, los dos pilares sobre los que se construye el Derecho Constitucional Económico de la Unión, las libertades de circulación y la libre competencia, aparecen en los textos constitucionales desde el primer momento³⁰⁹.

En la actualidad, el artículo 3, apartado 3 TUE señala que *la Unión establecerá un Mercado Interior*. El concepto de Mercado Interior aparece recogido en el artículo 26, apartados TFUE según el cual *el Mercado Interior implicará un espacio sin fronteras interiores, en el que la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales estará garantizada de acuerdo con las disposiciones de los Tratados*.

³⁰⁸ BAQUERO CRUZ, Julio. *Entre competencia y libre circulación. El Derecho Constitucional Económico de la Comunidad Europea*. Civitas. Madrid: 2002. Pág. 86-87.

³⁰⁹ Por ello, se puede afirmar con BAQUERO que *desde el punto de vista económico, la orientación del derecho constitucional económico comunitario se ha venido basando en “los principios de una economía de mercado abierta y de libre competencia”, expresión que encontramos en disposiciones del Tratado tan importantes como los artículos 4, 98 y 105. Tal expresión hay que ponerla en relación con las normas de libre circulación -que tratan de abrir y mantener abiertos los mercados, libres de todo proteccionismo- y las de competencia -que se dirigen a asegurar la libre competencia en tales mercados. Otras políticas pueden basarse en principios diferentes, pero hoy por hoy operan, por así decirlo, en los intersticios de la orientación básica de “economía de mercado abierto y de libre competencia”. Esta orientación básica del derecho constitucional comunitario viene completada con el derecho secundario, en el que las instituciones de la Comunidad gozan de un margen de maniobra amplio pero limitado*. BAQUERO CRUZ, Julio. *Entre competencia y libre circulación. El Derecho Constitucional Económico de la Comunidad Europea*. Civitas. Madrid: 2002. Pág. 120.

La integración económica a través de las libertades de circulación se despliega en dos vertientes, la integración negativa y la integración positivas³¹⁰. Respecto de la integración negativa, LENAERTS y VAN NUFFEL precisan que *la intención de las disposiciones pertinentes es que cada participante en el mercado debe ser capaz de desplegar su trabajo y capital, vender o comprar productos y realizar o recibir servicios a través de las fronteras "internas" de la Unión sin ser obstaculizado por normas nacionales que mantengan o reintroduzcan fronteras por medio de restricciones comerciales. Como las disposiciones del Tratado relativas a la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales se reducen a la aplicación de disposiciones prohibitivas, se han denominado instrumentos de "integración negativa"*³¹¹. Por su parte, la integración positiva alude a la necesidad de adoptar medidas de coordinación, bien a través del establecimiento de políticas comunes³¹², bien a través de

³¹⁰ Se trata de nociones acuñadas por el economista holandés Jan TINBERGEN en su trabajo *International Economic Integration*. Elsevier. Amsterdam y Bruselas: 1954. En el caso concreto de la CEE, resulta igualmente obligada la referencia a PINDER, John. *Positive Integration and Negative Integration: Some Problems of Economic Union in the EEC*. The World Today. Vol. 24, No. 3 (Mar., 1968), pp. 88-110

³¹¹ LENAERTS, Koen y VAN NUFFEL, Piet. *European Union Law*. 3ª Ed. Sweet & Maxwell. Londres: 2011. Pág. 196.

³¹² *Desde el principio, estaba claro que en los sectores de la agricultura y el transporte el "mercado común" no puede alcanzarse mediante la supresión de todas las restricciones nacionales a los intercambios entre Estados miembros. Los gobierno de todos los Estados miembros han sacado esos sectores fuera del mecanismo del libre mercado, entre otras cosas, mediante precios de garantía para los productos agrícolas, la inversión en infraestructuras de transporte y la intervención del Estado en los medios de transporte. Como las normas relativas a la libre circulación de bienes y servicios no podían declararse aplicables en su totalidad a estos sectores, el mercado sólo podría ser unificado mediante la alineación de las políticas nacionales. Por lo tanto, el Tratado CE y, en la actualidad, del TFUE prevé una política común en el ámbito de la agricultura y de la pesca y una política común en el ámbito de los transportes. Como resultado, el TFUE contiene todavía, después del título de la libre circulación de mercancías, un título sobre "Agricultura y Pesca" (Título III de la tercera parte) y, después del título de la libre circulación de personas, servicios y capitales, un título en "transporte" (Título VI de la tercera parte). Dado que estos campos se han convertido en áreas de políticas autónomas de la Unión, se debatirán entre las otras políticas de la Unión más abajo. No obstante, el hecho de que, desde el principio, los Tratados previeran poderes para adoptar las normas en estos ámbitos demuestra que el establecimiento del mercado común/interior no constituye una forma puramente negativa de la integración, es decir, la aplicación de las disposiciones prohibitivas. También requiere que las*

la aproximación de legislaciones³¹³.

Siguiendo a MORTELMANS, podemos decir que la creación del Mercado Interior es un proceso dinámico tal y como se aprecia si se traza en el tiempo su evolución³¹⁴. En su manual, LENAERTS y VAN NUFFEL describen sintéticamente esta evolución como “Del Mercado Común al Mercado Interior”³¹⁵ y ponen en relación con el “Mercado Único”, lo que nos obliga a detenernos brevemente en las posibles diferencias entre los tres conceptos.

Recuerda BARNARD, la creación de un mercado común se encontraba en el centro del proyecto Comunidad Europea (ahora Unión Europea). El artículo 2 CEE (actualmente derogado) decía que la Comunidad tenía como cometido la creación de un mercado común y una de las actividades de la Comunidad enunciadas en el artículo 3 CEE (actualmente derogado) fue la supresión, entre los Estados miembros, de los obstáculos a la circulación de mercancías, personas, servicios y capitales³¹⁶.

instituciones de la Unión para cumplir con sus obligaciones del Tratado actúen desarrollando políticas comunes. LENAERTS, Koen y VAN NUFFEL, Piet. *European Union Law*. 3ª Ed. Sweet & Maxwell. Londres: 2011. Pág. 197.

³¹³ *Por último, los Tratados previeron que el mercado común/interior no puede alcanzarse simplemente mediante la prohibición de las restricciones al comercio, la discriminación y las distorsiones de la competencia. La posición desigual de los operadores en el mercado es a menudo atribuible a diferencias en las disposiciones legales o administrativas nacionales que no son, como tales, incompatibles con las disposiciones de los Tratados. Por consiguiente, la acción de la Unión incluye la tarea general de la integración positiva (al margen de las políticas agrícolas y de transporte común), que consiste en aproximar las legislaciones de los Estados miembros en la medida necesaria para el funcionamiento del mercado interior (artículos 113 a 117 del TFUE, ex Arts 93 a 97 CE). Desde el principio, también ha sido posible por la Unión adoptar medidas complementarias (art. 352 TFUE, antiguo art. 308 CE).* LENAERTS, Koen y VAN NUFFEL, Piet. *European Union Law*. 3ª Ed. Sweet & Maxwell. Londres: 2011. Pág. 198.

³¹⁴ MORTELMANS, Kamiel. *The Common Market, the Internal Market and the Single Market, What's in a Market?* 35 *Common Market Law Review*, Issue 1, 1998. Pág. 102

³¹⁵ LENAERTS, Koen y VAN NUFFEL, Piet. *European Union Law*. 3ª Ed. Sweet & Maxwell. Londres: 2011. Pág. 199.

³¹⁶ BARNARD, Catherine. *The Substantive Law of the EU: The Four Freedoms*. 3ª edición. Oxford University Press. Oxford:2010. Pág. 10.

Conforme al artículo 8 CEE el Mercado Común se establecería entre los seis Estados Miembros originales a partir del 1 de enero de 1970. Como señalan LENAERTS y VAN NUFFEL, *de acuerdo con el artículo 8 CEE, el mercado común debía establecerse durante un período transitorio de 12 años. Este periodo podría ampliarse en determinadas circunstancias, a un máximo de 15 años. El Consejo decidió que la primera de las tres etapas de transición se había completado el 31 de diciembre de 1961. La segunda y tercera etapas terminaron de forma automática, con el resultado de que el período de transición había terminado el 31 de diciembre de 1969. El crecimiento económico durante los primeros años de la Comunidad produjo resultados aún más rápidos; por medio de las llamadas "decisiones" de aceleración de 12 de mayo de 1960 y de 15 de mayo de 1962, los Estados miembros han introducido la unión aduanera antes de lo que se había previsto. Por decisión del Consejo de 26 de julio de 1966, la unión aduanera para los productos industriales se puso en marcha a partir del 1 de julio de 1968, un año y medio antes de la expiración del período transitorio previsto en el artículo 14 CEE*³¹⁷.

Sin embargo, el proceso de liberalización no se culminó en su totalidad antes de que expirara el período transitorio. El impulso se paralizó con ocasión de la parálisis institucional que convencionalmente se ha denominado como “euroesclerosis” por la supuesta crisis institucional en que estuvo sumida la Comunidad desde mediados de los años sesenta hasta los años ochenta³¹⁸.

³¹⁷ LENAERTS, Koen y VAN NUFFEL, Piet. *European Union Law*. 3ª Ed. Sweet & Maxwell. Londres: 2011. Pág. 199.

³¹⁸ A este respecto señalan LENAERTS y VAN NUFFEL que *la Comunidad no tuvo éxito en la consecución del mercado común en todas sus partes componentes antes de que finalizara el período de transición. Las complicaciones técnicas y sensibilidades políticas se interpusieron en el camino de la adopción de medidas para garantizar el derecho de establecimiento y la liberalización de los movimientos de capital. La adhesión de nuevos Estados miembros, los desacuerdos presupuestarios y la recesión económica produjo la euro-esclerosis, que llevó la consecución del mercado común a un punto muerto. Es cierto que el Tribunal de Justicia había dado una interpretación amplia de las disposiciones relativas a la libre circulación, pero las diferencias residuales entre la legislación nacional sólo podían ser armonizadas en la medida en que afectaran directamente el establecimiento o funcionamiento del mercado común, y esto precisaba un voto unánime en el Consejo (Art. 100 CEE)*. LENAERTS, Koen y VAN NUFFEL, Piet. *European Union Law*. 3ª Ed. Sweet & Maxwell. Londres: 2011. Pág. 199.

A nuestro juicio, siguiendo a AWESTI, no resulta acertado calificar la experiencia de los años 70 como de estancamiento. El proceso de integración continuó de otra manera, siguiendo la dinámica institucional que subyace en la Integración Europea³¹⁹. En efecto, desde el punto de vista institucional existe un efecto mucho importante que podríamos llamar positivo y nos permite apreciar el papel histórico del Tribunal de Justicia en el proyecto europeo.

Cuando en el período que se ha dado en denominar euroesclerosis las otras instituciones se mostraron incapaces de seguir avanzando en el proyecto del Mercado Común, el Tribunal de Justicia puso los cimientos de los principios que hoy configuran el Derecho de la Unión y sentaron las bases de lo que luego sería el Mercado Interior³²⁰. Nos estamos refiriendo a los principios de efecto directo³²¹, primacía³²² o reconocimiento mutuo³²³. Con estas resoluciones el Tribunal de Justicia puso los cimientos para que en los años ochenta la Comisión Delors estuviera en condiciones de completar el Mercado Interior. Incluso historiadores como GILBERT han puesto de relieve la importancia histórica del Tribunal de Justicia en este proceso³²⁴.

En este contexto señala MORTELMANS que este proceso continuó con la presentación del Libro Blanco “La realización del Mercado Interior” en 1985³²⁵. Según

³¹⁹ AWESTI, Anil. *The Myth of Eurosclerosis: European Integration in the 1970s*. L'Europe en Formation, n° 353 – 354, 2009, pág. 50.

³²⁰ AWESTI, Anil. *The Myth of Eurosclerosis: European Integration in the 1970s*. L'Europe en Formation, n° 353 – 354, 2009, pág. 48.

³²¹ Sentencia Van Gend en Loos, 26/62, EU:C:1963:1.

³²² Sentencias Costa/E.N.E.L., 6/64, EU:C:1964:34 y Simmenthal, 106/77, EU:C:1978:49.

³²³ Sentencias Dassonville, 8/74, EU:C:1974:82 y Rewe, 120/78, EU:C:1979:42

³²⁴ GILBERT, Mark. *European integration: a concise story*. Rowman & Littlefield Publishers. 2012. Pág. 111-116.

³²⁵ Señala este autor que *Este impulso continuó con el Libro Blanco sobre el Mercado Interior que se presentó en 1985. Fue un intento de que la Comunidad “levantara el trasero y corriera” por citar a Lord Cockfield, un miembro británico de la Comisión, que fue uno de los arquitectos del proyecto. El núcleo se incluyó en el Acta Única Europea en los artículos 8A-8C CEE, más tarde artículos 7A-7C CE, y en los artículo 100A-100B CE. El programa era una mezcla de desregulación y re-regulación. La desregulación consistió en el hecho de que a nivel europeo no hacía falta legislación, porque la regulación se basaba en las reglas nacionales y en el reconocimiento mutuo. El aspecto de re-regulación*

BARNARD, por motivos de presentación, el Acta Única reagrupó las cuatro libertades en el renombrado “Mercado Interior” o “Mercado Único” y fijó el plazo en el que debía conseguirse en 1992³²⁶. Estos dos autores coinciden en señalar que, desde el punto de vista jurídico, se puede considerar los conceptos de Mercado Común, Mercado Interior y Mercado Único como sinónimos³²⁷. Ahora bien, desde el punto de vista histórico y político tienen las connotaciones que acabamos de describir. De hecho, como veremos más adelante, tienen un efecto jurídico claro, y relevante a los efectos de nuestro estudio, en la manera en la que explican la evolución de la regulación de la libre circulación de capitales.

Por lo que se refiere a la competencia, como hemos visto anteriormente, tras el Tratado de Lisboa, en la actualidad el articulado de los Tratados no contiene referencia alguna a la libre competencia como elemento sustancial del Mercado Interior³²⁸. Ahora bien, ello no puede hacernos olvidar su importancia en el funcionamiento del Mercado Interior como instrumento de integración. En particular, el Protocolo n° 27 sobre Mercado Interior y competencia señala expresamente que *el Mercado Interior tal como se define en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea incluye un sistema que*

se refiere al hecho de que el programa preveía que fuera en las Directivas donde se adoptaran las reglas más esenciales adoptadas a nivel comunitario, mientras que el desarrollo de reglas técnicas más detalladas se dejaba a organismos de normalización como CEN y CENELEC. MORTELMANS, Kamiel. *The Common Market, the Internal Market and the Single Market, What's in a Market?* 35 Common Market Law Review, Issue 1, 1998. Pág. 104

³²⁶ BARNARD, Catherine. *The Substantive Law of the EU: The Four Freedoms*. 3ª edición. Oxford University Press. Oxford:2010. Pág. 12.

³²⁷ MORTELMANS, Kamiel. *The Common Market, the Internal Market and the Single Market, What's in a Market?* 35 Common Market Law Review, Issue 1, 1998. Pág. 107; y BARNARD, Catherine. *The Substantive Law of the EU: The Four Freedoms*. 3ª edición. Oxford University Press. Oxford:2010. Pág. 12.

³²⁸ La supresión de la referencia a la competencia se debió a la intervención de la delegación francesa en la elaboración del Tratado de Lisboa. En el proyecto de Tratado por el que se establece una Constitución para Europa se expresó la competencia como un objetivo por derecho propio. Nicolas Sarkozy se opuso, argumentando que la creencia en los méritos de la competencia se había convertido en dogmática. Tras las negociaciones que condujeron al Tratado de Lisboa declaró que "Hemos obtenido una importante reorientación de los objetivos de la Unión. La competencia ya no es un objetivo de la Unión, o un fin en sí mismo, sino un medio para servir al mercado interior".

*garantiza que no se falsea la competencia*³²⁹. Por ello, podemos afirmar que el cambio es más aparente que real. En efecto, el artículo 51 del Tratado de la Unión Europea establece que los Protocolos de los Tratados forman parte integrante de los mismos, por lo que el propio Tribunal de Justicia ha señalado que el Mercado Interior incluye un sistema que garantiza que no se falsea la competencia³³⁰. En efecto, la competencia sigue siendo un elemento sustancial del Mercado Interior, ya que como ha subrayado BALLBÉ, *el establecimiento de una Unión y un derecho europeo más activo en el establecimiento de normas antimonopolio y que favorezcan la competencia, es uno de los pilares del futuro desarrollo de una Europa unida y a la vez plural*³³¹.

Pese a ello, resulta habitual estudiar ambas vertientes como compartimentos estancos. Ciertamente sus ámbitos de aplicación están, a primera vista separados, pero esta separación no está exenta de dificultades, ya que existen diversos casos en los que esta separación es seriamente cuestionable³³². MADURO ha destacado la existencia de

³²⁹ LENAERTS y VAN NUFFEL indican al respecto que *un tercer componente del mercado interior está constituido por las normas que garanticen que la competencia no será falseada. El Tratado CE se refiere expresamente a un "régimen que garantice que la competencia en el mercado interior no se ve distorsionada" (ver art. 3 (1) (g) EC). Aunque, por razones políticas, esta referencia ya no figura en los Tratados, se desprende del Protocolo sobre el mercado interior y la competencia que se ha adjuntado al Tratado de Lisboa que el mercado interior incluye un régimen que garantice que la competencia no será falseada. Un mercado interior en el que las fronteras internas no impiden el libre comercio no quedaría intacto si las fronteras interiores se mantuvieran o se reintrodujeran por la acción de las empresas o de los Estados miembros. Eso podría ocurrir si una empresa tuviera una posición dominante en un mercado en particular, cuando las empresas formen cárteles o cuando un mismo Estado miembro pusiese en marcha una empresa o concediera la ayuda a sus propias empresas.* LENAERTS, Koen y VAN NUFFEL, Piet. *European Union Law*. 3ª Ed. Sweet & Maxwell. Londres: 2011. Pág. 197.

³³⁰ Sentencias *TeliaSonera Sverige*, C-52/09, EU:C:2011:83, apartado 20; *Comisión/Italia*, C-496/09, EU:C:2011:740, apartado 60; y *Comisión/España*, C-610/10, EU:C:2011:740, apartado 126.

³³¹ BALLBÉ MALLOL, Manuel. *La competencia como principio vertebrador del sistema pluralista* en *Anuario de la competencia* 1997. Marcial Pons. Madrid y Barcelona; 1998. Pág. 120.

³³² Así BAQUERO CRUZ advierte que *la diferencia más importante entre competencia y libre circulación es la división estructural de principio entre sus campos de aplicación personal. Mientras las normas de competencia son aplicables a las empresas, a excepción de las normas sobre ayudas otorgadas por los Estados, las normas de libre circulación aparecen dirigidas a los Estados. En teoría, estos ámbitos personales de aplicación mutuamente exclusivos evitarían cualquier conflicto e interacción entre ambos grupos normativos. El problema es que la dicotomía presentaría lagunas, algunas de la*

estos casos límite en los que está presente lo que denomina el “Estado Camaleón”³³³. En estos casos, advierte BAQUERO que *a pesar de los problemas que puedan plantearse, este cambio de enfoque está plenamente justificado. Lo actores privados pueden tener un interés en fragmentar los mercados para obtener mayores beneficios en detrimento de los consumidores. Los Estados pueden intentar restringir la competencia de forma injustificada para proteger a ciertas empresas, con independencia de su nacionalidad. La economía presenta además situaciones mixtas en las que los elementos públicos y privados no se distinguen con facilidad. En muchos casos, un formalismo excesivo en la interpretación de los campos personales de aplicación daría al traste con la efectividad de las normas*³³⁴.

Se trata de supuestos en los que se difumina la tradicional distinción entre el mercado y el Estado como modos alternativos de toma de decisiones sujetos a diferentes mecanismos de responsabilidad³³⁵. MADURO advierte claramente que, *en algunas áreas, como la libre circulación o ayudas de estado, por ejemplo, el Estado puede sentir la tentación de asumir una "forma privada" para eludir la aplicación de estas normas, ya que, en principio, no son aplicables a los agentes privados. En otras áreas, por el contrario, en relación con determinadas normas comunitarias que sólo son aplicables a la actividad privada, el Estado puede dar una "forma pública" al comportamiento privado para eximirla de las normas*³³⁶.

cuales podría contrarrestar la eficacia de las normas en cuanto a la finalidad de mantener un mercado integrado y competitivo. BAQUERO CRUZ, Julio. *Entre competencia y libre circulación. El Derecho Constitucional Económico de la Comunidad Europea*. Civitas. Madrid: 2002. Pág. 154-155.

³³³ El antiguo Abogado General estudia expresamente tres: (1) el concepto de empresa, (2) la aplicación de las normas de competencia al Estado (es decir, la aplicación coordinada del principio de cooperación leal con los preceptos del Tratado en materia de competencia), y (3) los llamados casos de las "acciones de oro". Ahora bien, advierte que hay otras áreas, incluyendo diferentes aspectos del concepto de ayuda de Estado, como la concesión a través de recursos privados y los criterios de acreedor privado y el inversor privado. Vid. MADURO, Miguel Poiars. *The Chameleon State: EU Law and the Blurring of the Private/Public Distinction in the Market*. 2010. Pág. 2

³³⁴ BAQUERO CRUZ, Julio. *Entre competencia y libre circulación. El Derecho Constitucional Económico de la Comunidad Europea*. Civitas. Madrid: 2002. Pág. 155.

³³⁵ MADURO, Miguel Poiars. *The Chameleon State: EU Law and the Blurring of the Private/Public Distinction in the Market*. 2010. Pág. 1

³³⁶ MADURO, Miguel Poiars. *The Chameleon State: EU Law and the Blurring of the Private/Public*

En la misma línea, BAQUERO razonaba en su tesis doctoral que *la estructura básica del derecho constitucional económico comunitario (libre circulación+ competencia) se basa en una distribución normativa de la materia tratada según la división entre lo público y lo privado. Esta separación, sin embargo, no corresponde totalmente a la estructura real de la economía, sino a una división ideal de los actores y sus responsabilidades correspondientes con respecto a los objetivos del Tratado en el ámbito económico. El derecho comunitario ha debido adaptarse, a través de la jurisprudencia y la legislación a unas realidades económicas que no cuadran con la rígida división entre lo público y lo privado (pensemos, por ejemplo, en la economía mixta, en la intervención pública en la economía, la llamada economía concertada, el proceso de privatización y sus distintos grados de intensidad o el fenómeno de la regulación privada)*³³⁷.

Un enfoque meramente formalista que separe los dos ámbitos, comprometería gravemente el efecto útil de estas normas. Además este enfoque fragmentario no se compadecería con la aproximación histórica que hemos delimitado anteriormente. Igualmente, desde el punto de vista conceptual, este enfoque adolecería de una visión limitada de la competencia como concepto puramente económico, que desconoce lo que BALLBÉ denomina el valor político-jurídico que fue antesala de ese concepto³³⁸. La competencia y la libre circulación son parte sustancial del Mercado Interior como instrumento para aliviar las tensiones geopolíticas y económicas.

BALLBÉ destaca *la correlación que existe entre poder económico y régimen autoritario, es decir, concentración del poder político*³³⁹. En este mismo sentido BAQUERO advierte que *la autonomía política presupone un grado de autonomía*

Distinction in the Market. 2010. Pág. 1

³³⁷ BAQUERO CRUZ, Julio. *Entre competencia y libre circulación. El Derecho Constitucional Económico de la Comunidad Europea*. Civitas. Madrid: 2002. Pág. 24-25.

³³⁸ BALLBÉ MALLOL, Manuel. *La competencia como principio vertebrador del sistema pluralista en Anuario de la competencia 1997*. Marcial Pons. Madrid y Barcelona; 1998. Pág. 107.

³³⁹ BALLBÉ MALLOL, Manuel. *La competencia como principio vertebrador del sistema pluralista en Anuario de la competencia 1997*. Marcial Pons. Madrid y Barcelona; 1998. Pág. 112.

*económica, sin la cual la democracia sería ilusoria*³⁴⁰. De ahí que, como hemos indicado, la inclusión de defensa de la competencia como parte del proyecto europeo aparece ya en la Declaración Schuman, tiene como antecedente la Declaración de Potsdam y obedece a la situación de Alemania bajo el régimen Nazi³⁴¹. Por lo demás, este planteamiento entronca con la tradición norteamericana³⁴² y, frente a lo que

³⁴⁰ Siguiendo a Hayek, no parece acertado distinguir tajantemente entre autonomía económica y política, pues es difícil distinguir acciones económicas de acciones políticas. Además, si la constitución es el resultado de ciertas condiciones socioeconómicas, que conducen a un grupo de personas a autolimitarse según ciertas normas y principios, puede ser importante garantizar desde la propia constitución la subsistencia de las condiciones económicas que la hicieron posible. De otro modo, el derecho constitucional corre el riesgo de verse reducido a la protección de derechos de carácter procesal, sin tener en cuenta la sustancia del orden social y económico que producen. Acaso pueda afirmarse que la protección de derechos políticos de participación y de las minorías son tareas constitucionales más importantes y urgentes. Pero ello no debe implicar que deba ignorarse la dimensión económica de la constitución. La autonomía política presupone un grado de autonomía económica, sin la cual la democracia sería ilusoria. Dado que los derechos civiles y políticos están indisolublemente ligados a los derechos económicos y sociales, todos ellos merecen una protección efectiva, aunque sea según niveles distintos de protección. BAQUERO CRUZ, Julio. *Entre competencia y libre circulación. El Derecho Constitucional Económico de la Comunidad Europea*. Civitas. Madrid: 2002. Pág. 77.

³⁴¹ En este sentido BALLBÉ puntualiza que *tradicionalmente se ha podido comprobar cómo las dictaduras se han basado en una concentración del poder económico. Los cimientos de los regímenes autoritarios han sido siempre los monopolios, que traducían el mismo esquema de concentración del plano político al económico. El presidente de la autoridad de defensa de la competencia alemana (Bundeskartellamt) expresó de forma magistral el sustrato económico de la dictadura nazi: “En definitiva, se aposentó una concentración sin precedentes tanto en la industria como en el comercio, empresa y banca. Ya antes de 1933 apenas si había competencia en la mayoría de los mercados, porque la autonomía privada estaba ya completamente carcomida y vaciada. Así, también en la economía se presentaban fáciles las cosas a los nazis. El 15 de julio de 1933 éstos promulgan una ley de formación de cárteles obligatorios que sustancialmente venía a corresponder por completo a los deseos de la Asociación Nacional de la Industria Alemana. Queda suprimido el último resto de la competencia. La economía deja de estar al servicio de la satisfacción de las necesidades humanas y es utilizada para implantar un imperio en menosprecio del hombre y la libertad”*. BALLBÉ MALLOL, Manuel. *La competencia como principio vertebrador del sistema pluralista* en Anuario de la competencia 1997. Marcial Pons. Madrid y Barcelona; 1998. Pág. 119.

³⁴² *La americanización del Derecho de la competencia se evidenció en Europa puesto que, con la derrota del nazismo, como señaló GARRIGUES, «los soldados americanos llevaban en sus mochilas la Sherman Act de 1890», porque siempre entendieron que el nazismo y la concentración del poder político no eran*

entiendan ciertos autores, tiene relevancia constitucional³⁴³. De esta manera, razona BALLBÉ que *el esquema legal será, no tanto de tolerancia, sino de una estructura jurídica de limitación, fragmentación y equilibrio entre instituciones sean religiosas, políticas, económicas. Se trata por tanto de la preservación de un derecho de “competencia” entre ellas que mantenga un equilibrio para que ninguna acabe dominando*³⁴⁴.

En la misma línea, BAQUERO indica que *un derecho constitucional económico que se limitase a controlar las actuaciones públicas no garantizaría la autonomía individual, que podría ser cercenada por otros particulares o grupos económicos privados. El derecho de la competencia, que normalmente tiene una forma legislativa, pero en sistemas como el comunitario tiene una naturaleza constitucional, se dirige*

más que el resultado de una previa concentración de poder económico a través de los cárteles alemanes.

BALLBÉ MALLOL, Manuel. *La competencia como principio vertebrador del sistema pluralista* en Anuario de la competencia 1997. Marcial Pons. Madrid y Barcelona; 1998. Pág. 218.

³⁴³ Como advierten BALLBÉ y PADRÓS, *La ordenación de la economía a través de la competencia se va a convertir en uno de los objetivos del liberalismo político. Por tanto, es una premisa falsa defender que fue el libre mercado el que estableció los principios de la libre competencia mercantil, puesto que fue el Estado y algunas de las instituciones públicas como los tribunales los que intervinieron y regularon la ordenación del mercado y de la competencia en base a un concepto de competencia político y no económico. El principio de competencia fue desarrollado no sólo en la doctrina política sino también en la jurídica. Así, en el siglo XVII, el presidente del más alto tribunal inglés, Edward Coke, un siglo antes de que Adam Smith expusiese sus famosas tesis económicas de la competencia, había formulado una elaborada teoría de la regulación y, en sus funciones como presidente del tribunal, dictó resoluciones contra los monopolios señalando que “todos los monopolios son contrarios a la Carta Magna porque están en contra de la libertad del individuo y del derecho de la comunidad”. Este gran jurista fue también uno de los inspiradores de la Ley de Monopolios de 1624.*

No son, por tanto, argumentos económicos o de eficiencia del mercado los que hacen surgir el concepto de competencia, incluso en el ámbito de la competencia económica, sino argumentos y valores cívicos, políticos y jurídicos que conforman el armazón del pensamiento democrático. Como se ha señalado recientemente, a pesar de que los “modernos analistas basan sus argumentos a favor del libre mercado en términos de eficiencia, Coke invocó los derechos fundamentales, la libertad y la supremacía del Common Law. El suyo fue un argumento constitucional. BALLBÉ, Manuel y PADRÓS, Carlos. *Estado competitivo y armonización europea*. 1ª Reimpresión. Barcelona: Ariel, 2000. Pág. 22-23.

³⁴⁴ BALLBÉ MALLOL, Manuel. *La competencia como principio vertebrador del sistema pluralista* en Anuario de la competencia 1997. Marcial Pons. Madrid y Barcelona; 1998. Pág. 115.

*precisamente a controlar el ejercicio del poder económico privado*³⁴⁵. La diferencia con el modelo federal americano obedece a que, en primera instancia, no se consideró como una atribución federal, sino estatal³⁴⁶.

En conclusión, desde sus inicios el proceso de integración europea aparece vinculado a la seguridad nacional de los distintos Estados que participan, al mantenimiento de la paz aliviando rivalidades neoeconómicas que puedan desencadenar conflictos. Ello explica la estructura del proceso de integración sobre la base de dos pilares, las libertades fundamentales y la libre competencia. Se trataba de evitar los condicionantes políticos y económicos que desembocaron en la II Guerra Mundial. Como concluye BARNARD, *la fuerza impulsora detrás de la Unión Europea es, y siempre ha sido, la consolidación de un sistema de post-guerra de cooperación y integración entre los Estados que hiciese el conflicto armado paneuropeo inconcebible*³⁴⁷.

³⁴⁵ BAQUERO CRUZ, Julio. Entre competencia y libre circulación. El Derecho Constitucional Económico de la Comunidad Europea. Civitas. Madrid: 2002. Pág. 76-77.

³⁴⁶ *Este esquema, en el ámbito del antimonopolio económico, no se plasmó en un artículo de la constitución federal porque como otros derechos fundamentales, se hallaban ya regulados en las constituciones preexistentes de los 13 estados y por tanto esa era una atribución estatal y no federal.* BALLBÉ MALLOL, Manuel. *La competencia como principio vertebrador del sistema pluralista* en Anuario de la competencia 1997. Marcial Pons. Madrid y Barcelona; 1998. Pág. 116-117.

³⁴⁷ BARNARD, Catherine. *The Substantive Law of the EU: The Four Freedoms*. 3ª edición. Oxford University Press. Oxford:2010. Pág. 29.

3.2.- La libre circulación de capitales en el proceso de construcción europea.

El régimen jurídico de la inversión extranjera en el Derecho de la Unión aparece vinculado desde el punto de vista histórico a la libre circulación de capitales. Como hemos indicado, la referencia al concepto de inversión extranjera directa en el Derecho originario aparece en la regulación de esta libertad fundamental y tiene su antecedente en las normas de Derecho derivado que la desarrollaban.

La evolución del marco jurídico de la libre circulación de capitales en el proceso de integración es única en comparación con la de las otras libertades fundamentales y, como advierte LOSADA FRAGA, cada vez que el diseño económico de los Tratados ha cambiado, también lo ha hecho la regulación de esta libertad³⁴⁸. Por ello, la actual regulación de la libre circulación de capitales no puede entenderse al margen de un complejo proceso de evolución que HINDELANG define como una “*manifestación del arte del compromiso político*”³⁴⁹. En efecto, de un marco inicial en el que el Tratado únicamente preveía unas meras competencias de coordinación se ha pasado a una libertad de aplicación directa y con efectos más allá del ámbito interno de la Unión.

La doctrina unánimemente señala que son múltiples las razones que hacen singular a la libre circulación de capitales respecto de las demás libertades fundamentales. Tal y como sintetiza John USHER, *la libre circulación de capitales es la única "libertad" reconocida por el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea en la que las normas originales del Tratado han sido derogadas y sustituidas. Las disposiciones originales también eran únicas al ser redactadas de tal forma que eran incapaces de dar lugar a derechos exigibles por los particulares ante los tribunales nacionales, por lo que la liberalización de los movimientos de capitales dentro de la*

³⁴⁸ LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009. Pág. 154.

³⁴⁹ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 31.

Comunidad Europea se logró finalmente en 1990, con más de veinte años de retraso, en virtud de una serie de Directivas del Consejo. El Tratado de Maastricht, que estableció las disposiciones institucionales relativas a la Unión Económica y Monetaria, introdujo nuevas disposiciones sobre movimientos de capitales que entraron en vigor el 1 de enero de 1994 (al comienzo de la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria). Si bien, al igual que las demás libertades, estas reglas son susceptibles de efecto directo, se distinguen de otras dos maneras: en principio, se extienden a los movimientos desde y hacia terceros países, así como a los movimientos dentro de la Comunidad Europea, pero por otro lado, parecen permitir un grado de tratamiento fiscal diferenciado en función de la residencia o lugar de inversión. Otras complicaciones surgen del hecho de que el Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha declarado reiteradamente que las definiciones de los movimientos de capital que figuran en la última de las Directivas- definiciones antiguas que parecen superponerse con la libertad de establecimiento y libre prestación de servicios- deben aplicarse en el contexto de las normas vigentes.³⁵⁰

Desde el punto de vista del proceso de integración esta evolución se enmarca en la lógica de consolidación del Mercado Interior y el establecimiento de la Unión Económica y Monetaria³⁵¹. Por un lado, desde el punto de vista de las libertades fundamentales, la libre circulación de capitales es una condición previa y necesaria para

³⁵⁰ USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*. 31 Fordham International Law Journal. Vol. 31, 2007. Pág. 1533.

³⁵¹ Lo señala muy expresivamente HINDELANG al advertir que: *La libre circulación de capitales como una de las cuatro libertades fundamentales, como parte del Mercado Común y el Mercado Interior, como parte de la Unión Económica y Monetaria, y como un elemento de un orden de mercado basado en la competencia, es parte de la matriz de los objetivos del Tratado CE (así como del Tratado de la UE). Esta libertad, como una de las políticas de la Comunidad mencionadas en el artículo 3 (1) letra c) CE, en particular contribuye a la consecución de los objetivos (socio-)económicos descritos por el "cuadrado mágico" a través del establecimiento de un Mercado Común y la Unión Económica y Monetaria (UEM). La libre circulación de capitales no es sólo un medio sino también un fin (subordinado) en el Tratado CE. La libre circulación de capitales justifica las tareas contenidas en el art. 2 CE, en particular el establecimiento del Mercado Común y la Unión Económica y Monetaria, y, de este modo lo transforma de un instrumento a un objetivo a alcanzar.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 18-19.

las demás³⁵². Por otro lado, permite profundizar en el segundo elemento del Mercado Interior, es decir, la libre competencia³⁵³. Por consiguiente, debe destacarse su papel como elemento constitutivo de la constitución económica de la Unión Europea³⁵⁴. A su vez, desde el punto de vista económico no puede despreciarse este proceso que ha permitido a la Unión Europea convertirse uno de los mayores receptores y emisores de

³⁵² Lo explica HINDELANG al precisar que *La libre circulación de capitales como la cuarta libertad es un elemento constitutivo tanto del mercado interior (véase el artículo 3 (1) lit. c. CE y el artículo 14 (2) CE) y el Mercado Común. Una liberalización completa de los movimientos de capitales es una condición previa, y así contribuye a la finalidad de la implantación de las demás libertades. De hecho, en la práctica es una condición previa para el ejercicio efectivo de las demás libertades, ya que, en términos generales, permite a los empresarios que ubiquen la producción donde es más eficiente, garantiza que las transacciones financieras relacionadas con la prestación de servicios bancarios y de seguros estén exentos de cualquier interferencia nacional, y por último, pero no menos importante, hace posible la financiación del comercio transfronterizo en términos de, por ejemplo, los créditos a las mercancías.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 23.

³⁵³ A este respecto señala HINDELANG que *La libre circulación de capitales hace posible y promueve el objetivo de una competencia no falseada como un elemento esencial del mercado común. El artículo 3 (1) letra. g CE se refiere a "un régimen que garantice que la competencia en el mercado interior no sea falseada". Los artículos 4 (1), 98, 2ª frase CE y 105 (1) 3ª frase CE comprometen a la Comunidad con el "principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia". La libre circulación de capitales elimina los principales obstáculos a la libre competencia, es decir, la contracción de las oportunidades de inversión, por un lado, y la limitación de recursos para financiar proyectos empresariales, por el otro. La libre circulación de capitales, por lo tanto, promueve la libre competencia entre y dentro de los mercados nacionales.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 23.

³⁵⁴ Como indica HINDELANG, *la libre circulación de capitales es un elemento constitutivo de la constitución económica del Mercado Común, que se caracteriza por los principios rivales de "mercado" (cfr. art 4 (1), 98. Segunda frase CE y 105 (1) 3ª frase CE) y "planificación" (cf., por ejemplo, la política industrial (Art. 157 CE), la política de investigación y tecnología (Art. 163 y ss.), y la política regional (artículo 158 CE y siguientes)). La libre circulación de capitales es un pilar fundamental del primer principio. Limitar la libre circulación de capitales a través de una política intervencionista significaría nada menos que aplicar el hacha a la raíz del mencionado principio.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 24.

inversión extranjera directa³⁵⁵.

La regulación originaria de “los capitales” se encontraba recogida en los artículos 67 a 73 TCEE³⁵⁶. Esta regulación inicial era especialmente cauta en atención a las circunstancias en que se producía. El sistema diseñado por los Tratados no era ajeno a este contexto, por lo que, como ha subrayado DIEZ MORENO, *el TCEE de 1957 no contemplaba la obligación formal de la libre circulación de capitales, pues según su artículo 67, la Comunidad sólo podría actuar “en la medida necesaria para el buen funcionamiento del mercado común”*³⁵⁷. No obstante, este autor señala que de la regulación contenida en el Tratado podían extraerse cuatro principios: el principio de no discriminación (artículo 67 TCEE); el principio de cláusula “stand still” respecto de nuevas medidas restrictivas (art. 71 TCE “procurarán no introducir”); el principio de supresión progresiva de las restricciones (arts. 67 y 69) y principios de salvaguardia (perturbaciones del mercado de capitales (art. 73); desviaciones de fondos a terceros países (art. 72); dificultades o amenaza grave de dificultades en la balanza de pagos (art. 108); crisis súbita en la balanza de pagos (art. 109); o modificación indebida del tipo de cambio (art. 104)³⁵⁸.

Por un lado, desde el punto de vista del proceso de integración, la prioridad

³⁵⁵ En efecto, para HINDELANG, *fue esta posición, desarrollada a lo largo de los años, la que permitió que la CE emergiera como el mayor receptor mundial y la mayor fuente de la inversión transfronteriza directa. Representa alrededor del 41 por ciento del total de las entradas de inversiones transfronterizas directas, incluyendo los flujos intracomunitarias, y el 55 por ciento del total de las salidas de todo el mundo en el período 2003-2005. A pesar de que la gran mayoría de esas inversiones se produjo dentro de la CE, las entradas y salidas desde o hacia fuera de los países que no forman parte de la CE no son en absoluto despreciables. La CE recibió el 19 por ciento del total de los flujos de inversión directa mundial transfronteriza y el 49 por ciento de las salidas mundiales en 2005.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 2.

³⁵⁶ Concretamente el capítulo 4 “Los capitales”, del Título III “La libre circulación de personas, de servicios y capitales” de la Segunda Parte “Los fundamentos de la Comunidad” del TCEE.

³⁵⁷ DIEZ MORENO, Fernando. *Manual de Derecho de la Unión Europea*. 5ª Edición. Civitas. Madrid: 2009. Pág. 595.

³⁵⁸ DIEZ MORENO, Fernando. *Manual de Derecho de la Unión Europea*. 5ª Edición. Civitas. Madrid: 2009. Pág. 596.

inicial desde el punto de vista del Mercado Común era la consolidación de la unión aduanera³⁵⁹. Por otro lado, desde el punto de vista de los tipos de cambio y el sistema fijado en Bretton Woods, los Estados eran reticentes a una transferencia de soberanía en este campo³⁶⁰.

Tras la II Guerra Mundial el consenso dominante era considerar que la eficiencia económica debía subordinarse a otros objetivos socio-políticos y que, en cierta medida, debían controlarse los mercados para evitar lo que hoy denominaríamos tensiones geoeconómicas³⁶¹. Por ello, señala LOSADA FRAGA que en el régimen de Bretton

³⁵⁹ Tal y como advierte BAKKER, *en el campo de los movimientos de capitales es obvio que prevaleció la cautela. La liberalización progresiva y la no discriminación son los principios inspiradores. Pero la subordinación del objetivo de la libre circulación de capitales al objetivo superior de la libre circulación de mercancías en el Mercado Común demuestra que el Tratado de hecho estaba diseñado primordialmente para conseguir la unión aduanera, aunque con un diseño institucional y cooperativo más amplio, y que había temores de que el libre comercio se viera comprometido por flujos de capitales desestabilizadores. Los principales motivos para conservar las restricciones eran: el mantenimiento de un cierto grado de autonomía para la política económica y monetaria, el deseo de levantar obstáculos por los movimientos especulativos de capital a corto plazo, y el deseo de proteger los mercados de capitales domésticos.* BAKKER, Age F.P. *The Liberalization of Capital Movements in Europe. The Monetary Committee and Financial Integration 1958–1994*. Springer. Amsterdam:1996. Pág. 53.

³⁶⁰ En la misma línea señala HINDELANG que, *en general, las previsiones iniciales sobre movimientos de capital reflejan un enfoque cauto hacia la liberalización a la que se dio una prioridad relativamente baja. El Tratado CEE se centró claramente en el establecimiento de una unión aduanera que se temía que pudiera estar en peligro por corrientes de capital desestabilizadoras. Ante estos temores, y en la situación de tipos de cambio fijos bajo el sistema de Bretton Woods en este momento, los Estados miembros no estaban dispuestos a ponerse de acuerdo sobre la entrega de competencias en el ámbito financiero. Esta fuerte tendencia a la preservación de la autonomía está subrayada por una serie de cláusulas de escape en caso de perturbaciones en el mercado interno de capitales (artículo 73 TCEE) y problemas de la balanza de pagos (Arts. 108 y 109 TCEE).* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Págs. 32-33

³⁶¹ Según LOSADA FRAGA, *las respuestas a los desafíos planteados por el sistema económico laissez faire del siglo XIX fueron identificados como una de las principales causas crisis social y moral antes de la guerra.* LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*.

Woods el control de capital era esencial para el orden económico, ya que *los gobiernos se vieron obligados a mantener el control sobre las diferentes herramientas a través del cual se puede manejar la política económica nacional, asegurando especialmente la autonomía de su política monetaria, la fijación de los tipos de cambio con otras monedas y el control de los flujos de capital*³⁶².

Respecto del principio de no discriminación, USHER recuerda que *el requisito básico establecido en el artículo 67 (1) del Tratado original que establece la Comunidad Económica Europea fue que durante el período transitorio, los Estados miembros suprimirían progresivamente entre sí todas las restricciones a los movimientos de capitales pertenecientes a personas residente en los Estados miembros y toda discriminación basada en la nacionalidad o el lugar de residencia de las partes o en el lugar en el que se invierte como capital, pero sólo "en la medida necesaria para garantizar el correcto funcionamiento del mercado común"*³⁶³. Según HINDELANG esta regulación se caracterizaba por su condicionalidad y gradualismo, así como por su remisión al Derecho derivado³⁶⁴.

En este contexto, como aprecia BENYON, *no es sorprendente que el Tribunal considerara que estas disposiciones, más bien exhortaciones o declaraciones políticas,*

RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009. Pág. 120

³⁶² LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009. Pág. 121.

³⁶³ USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*, 31 *Fordham International Law Journal*. Vol. 31, 2007. Pág. 1534.

³⁶⁴ En palabras de este autor, *la condicionalidad ("en la medida necesaria...") y el gradualismo ("abolir progresivamente ...") de esta disposición tuvo como consecuencia que la liberalización tuviera que ser implantada por la legislación secundaria, para la que la Comunidad estaba facultada por los arts. 69 y 70 CEE. El artículo 69 CE preveía la implementación del artículo 67 CE, que en efecto se limita al Mercado Común. Con respecto a terceros países, el Tratado CEE permitía en el Art. 70 únicamente propuestas de la Comisión relativas a la coordinación progresiva de la política de cambio de divisas con miras a llegar a creciente grado de liberalización.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009.. Pág. 32.

*no tenían efecto directo*³⁶⁵. La eficacia jurídica de la redacción original del artículo 67 TCEE fue analizada por el Tribunal de Justicia en la Sentencia Casati³⁶⁶, que negó efecto directo a la libre circulación de capitales.

HINDELANG es especialmente crítico con el contenido de esta Sentencia ya que, a su modo de ver, obedece a un enfoque cauto, efectúa una interpretación restrictiva y constituye en una negación del papel proactivo que el Tribunal mantenía en las otras libertades fundamentales³⁶⁷. Sin embargo, este análisis es, a nuestro juicio, incorrecto y superficial. Es incorrecto porque no se compadece con el hecho de que la libre circulación de capitales se distinguía de las demás libertades en que el artículo 67 TCE no fue redactado en términos absolutos. Es superficial puesto que no aprecia la importancia de la consolidación de la libre circulación de capitales como transferencia de soberanía en el marco del proceso de integración, y sus relaciones con la seguridad económica del Estado³⁶⁸.

³⁶⁵ BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 8.

³⁶⁶ Sentencia Casati , 203/80, EU:C:1981:261.

³⁶⁷ Según HINDELANG, *El Tribunal ejerció un enfoque igualmente cauto y optó por interpretar la libertad de una manera bastante restrictiva, que podría haber sido influida por las perturbaciones de tipos de cambio en el momento de su sentencia a principios de los 80. En Casati, probablemente el caso más importante sobre movimiento de capitales en este momento, se sostuvo que el artículo 67 CE no sería directamente aplicable, debido a las cláusulas de escape. De este modo, se prohibió a los participantes individuales en los mercados usar la libertad como instrumento de liberalización. El Tribunal se mantuvo fiel a sí mismo en los años siguientes, ya que la jurisprudencia refleja una tendencia "a seguir meramente el acuerdo político alcanzado en otra parte sobre ritmo de la liberalización en la Comunidad". Se negó a sí mismo un papel proactivo en el ámbito de la libre circulación del capital, que contrasta bastante con sus actividades en las áreas de las demás libertades.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 33

³⁶⁸ El Tribunal de Justicia, consciente de este extremo, señalaba expresamente que *los movimientos de capitales tienen también estrechos vínculos con la política económica y monetaria de los Estados miembros. En la fase actual, no cabe excluir que la plena libertad de todos los movimientos de capitales pueda poner en peligro la política económica de uno u otro Estado o provocar un desequilibrio en su balanza de pagos, perjudicando así el buen funcionamiento del mercado común.* Sentencia Casati , 203/80, EU:C:1981:261, apartado 9.

La Sentencia Casati descansa en dos premisas básicas que son consecuencia del proceso de integración. Por un lado, el alcance de la liberalización de la circulación de capitales era, según el Tratado, variable en el tiempo en función de las necesidades del Mercado Común y, al mismo tiempo, de la evaluación de las ventajas y riesgos que pudiera acarrear para éste, en función del grado de integración alcanzado. Por otro lado, desde el punto de vista del equilibrio institucional, esta evaluación correspondía al margen de apreciación del Consejo³⁶⁹. No en vano, como ha afirmado SNELL, *concluir que una medida nacional restrictiva de una libertad de circulación es incompatible con el Derecho Comunitario tiene implicaciones tanto para la división vertical como horizontal de competencias en la Comunidad. Implica a una Institución comunitaria, el Tribunal, anulando la decisión de una institución nacional, y ello implica a un tribunal anulando la decisión de un legislativo*³⁷⁰.

De ahí que USHER resuma la doctrina contenida en Casati indicando que el artículo 67 *no era una regla directa que un tribunal nacional, o incluso el Tribunal de Justicia, podría aplicar directamente, sino esencialmente una cuestión de política para el Consejo, en la que el papel del Tribunal se limita a comprobar si el Consejo había sobrepasado los límites de su facultad de apreciación*³⁷¹.

Como señala LOSADA FRAGA, este enfoque es coherente con el contexto al que hemos aludido³⁷² y, precisamente, el Consejo desarrolló la implantación de la libre circulación de capitales a través de dos directivas: la Primera Directiva para la

³⁶⁹ Sentencia Casati, 203/80, EU:C:1981:261, apartados 11-12.

³⁷⁰ SNELL, Jukka. *Who's Got the Power? Free Movement and Allocation of Competences in EC Law*. in *Yearbook of European Law*. Volume 22, issue 1, 2003. Pág. 324.

³⁷¹ USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*, 31 *Fordham International Law Journal*. Vol. 31, 2007. Pág. 1535.

³⁷² *Este razonamiento es aún coherente con el acuerdo social y la estructura económica original en que los Tratados se basaron en: si la autonomía política de los Estados miembros se basaba en el entorno de tipos de cambio fijo proporcionado por Bretton Woods, los flujos de capital deben estar bajo control*. LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009, pág. 127.

aplicación del artículo 67 del Tratado de 11 de mayo de 1960³⁷³ y la Directiva 63/340/CEE del Consejo, de 31 de mayo de 1963, destinada a suprimir toda prohibición u obstaculización del pago de las prestaciones cuando los intercambios de servicios estén limitados únicamente por restricciones de los pagos correspondientes³⁷⁴,

La fecha de estas Directivas pone de manifiesto que los primeros pasos para liberalizar los movimientos de capital se dieron durante la primera etapa del período de transición³⁷⁵. El procedimiento de elaboración de las Directivas demuestra claramente los equilibrios de soberanía latentes en la materia a los que venimos aludiendo. Por una parte, aunque con la Primera Directiva la Comisión persiguió la plena liberalización, el contenido de la Directiva no fue más allá de las medidas que previamente habían aprobado los Estados miembros³⁷⁶. Por otra, aun cuando con la Segunda Directiva la Comisión trató de profundizar en el impulso liberalizador, los Estados miembros no le dejaron ir mucho más allá de lo que se había llegado³⁷⁷. Pese a todo, BAKKER valora

³⁷³ DO 43 de 12.7.1960, p. 921/932.

³⁷⁴ DO 86 de 10.6.1963, p. 1609/1610.

³⁷⁵ USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*, 31 Fordham International Law Journal. Vol. 31, 2007. Pág. 1535.

³⁷⁶ En este sentido, HINDELANG recuerda que *si bien la Comisión luchó para la plena liberalización de los movimientos de capital, los Estados miembros, a su vez, sólo pudieron ponerse de acuerdo sobre los tipos de movimientos de capital que serían incluidos en la Directiva, que ya habían sido liberalizados de manera autónoma por algunos Estados miembros. En este sentido, la primera Directiva es una consolidación de las medidas previamente adoptadas por los Estados miembros por sí solos. La cuestión de la liberalización de los movimientos de capitales con respecto a terceros países no se abordó en la Directiva. Sin embargo, las categorías liberalizadas de movimiento de capitales, de hecho, recibieron el mismo tratamiento en el contexto de los países intracomunitarios y terceros países.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Págs. 33.

³⁷⁷ HINDELANG resume que *la Comisión estaba ansiosa por mantener el impulso y propuso una segunda directiva sobre la liberalización de los movimientos de capitales destinados a créditos bancarios a medio y largo plazo en 1962. Sin embargo, los Estados miembros -debido a las distintas situaciones económicas y diferentes puntos de vista políticos- no estaban dispuestos a aceptar más obligaciones comunes significativas en esa época. Más bien, ellos querían dar los pasos para una mayor liberalización por sí mismos. “Aparentemente, los límites políticos y económicos a las liberalizaciones incondicionales se había alcanzado”. Por lo tanto, al final la segunda Directiva emergió simplemente “como un suplemento a la Directiva 1960. Los créditos a corto y medio plazo se desvincularon de las*

positivamente las Directivas, en la medida en que cualquier nueva restricción sólo podría reintroducirse a través del procedimiento común³⁷⁸.

USHER describe el contenido de las Directivas indicando que *el patrón básico establecido por estas Directivas era dividir los movimientos de capital en cuatro listas, con diferentes grados de liberalización*³⁷⁹. Así, el artículo 1 obligaba los Estados miembros a conceder "cualquier autorización de cambio" para las transacciones o transferencias establecidas en la Lista A³⁸⁰; el artículo 2 establecía que las transacciones y transferencias de la Lista B tenían que recibir una "autorización general" de los Estados miembros³⁸¹; el artículo 3 que las transacciones y transferencias de la Lista C tendrían que recibir autorización de control de cambios y que, en principio, los Estados miembros pueden mantener o restablecer las restricciones cambiarias que estaban en vigor con la fecha de entrada en vigor de la Directiva donde el libre

transacciones relacionadas con el comercio y de la misma manera se liberalizaron sin condiciones también para los servicios HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Págs. 33-34.

³⁷⁸ Así, BAKKER señala que *las dos Directivas que se aprobaron constituían principalmente una consolidación del status quo en los Estados miembros. Sin embargo, pueden considerarse un paso adelante, porque sus disposiciones, en principio, se encargaron de que las restricciones no pudieran ser reintroducidas salvo por medio de un procedimiento común. Esto ejercía alguna influencia restrictiva en los Estados miembros. El hecho de que los países profundizaran en la liberalización unilateralmente pero no estuviesen preparados para codificarlo en obligaciones subraya la importancia de las obligaciones comunes sobre las que alcanzaron un consenso en la primera década de la CEE.* BAKKER, Age F.P. *The Liberalization of Capital Movements in Europe. The Monetary Committee and Financial Integration 1958–1994*. Springer. Amsterdam:1996. Pág. 104.

³⁷⁹ USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*, 31 Fordham International Law Journal. Vol. 31, 2007. Pág. 1536.

³⁸⁰ Esta lista incluía, entre otras, las inversiones directas (con exclusión de las inversiones puramente financieras) en una empresa de otro Estado miembro; las inversiones inmobiliarias; movimientos de capital de carácter personal; donaciones y asignaciones; dotes; sucesiones; créditos a corto y medio plazo relacionados con transacciones comerciales o la prestación de servicios, indemnizaciones que tenga la consideración de capital; etc.

³⁸¹ La Lista B consistía en diversas operaciones de valores, como la adquisición y liquidación por parte de no residentes de títulos nacionales cotizados, y la adquisición y liquidación de residentes de títulos extranjeros que cotizan en bolsa.

movimiento de capitales podría formar un obstáculo para el logro de los objetivos de política económica del Estado miembro de que se trate³⁸²; por último en Lista D figuraban los movimientos de capitales que no tienen que ser liberalizados³⁸³.

El proceso de liberalización se paralizó durante el período que convencionalmente se ha conocido como de euroesclerosis, es decir durante el lapso de tiempo que se extiende desde mediados de los 60 hasta finales de los 70. En este contexto HINDELANG y BAKER hablan de un impulso perdido que obedece a diversas razones. Según el primer autor, *los nuevos intentos por parte de la Comisión en la década posterior para impulsar y ampliar la liberalización de los movimientos de capitales dentro de la Comunidad estaban condenados al fracaso. Los Estados miembros en ese momento no estaban dispuestos a abrir sus mercados nacionales de capitales, ya que se percibía como una cuestión política particularmente delicada. Las diferentes filosofías monetarias de los Estados miembros hizo aún más difícil ponerse de acuerdo sobre una mayor liberalización, ya que algunos de ellos necesitaban restricciones de capital como un complemento de sus instrumentos monetarios nacionales. El temor a los movimientos especulativos de capital, que golpearon duramente a Francia en 1968 y 1969, desalentó adicionalmente la puesta en marcha de obligaciones comunes*³⁸⁴.

En la misma línea BAKKER razona que *estos intentos de la Comisión hacia un enfoque común fallaron a causa de obstáculos institucionales y estructurales, a pesar de los progresos sustanciales hacia la desregulación y la liberalización en estados miembros individuales. Particularmente en Francia, antes de los sucesos de 1968, había un esfuerzo audaz para liberalizar los movimientos de capitales mucho más allá de las obligaciones acordadas y modernizar los instrumentos de política monetaria.*

³⁸² La Lista C incluía la emisión y colocación de títulos de una empresa nacional en un mercado de capitales extranjero y de una empresa extranjera en los mercados nacionales de capital, adquisiciones y liquidaciones de participaciones en fondos comunes transfronterizos, así como la concesión y el pago de ciertos créditos a largo plazo.

³⁸³ La lista D incluye, en particular, la apertura y la colocación de fondos en las cuentas corrientes y de depósito, y la importación y exportación física de los activos financieros y los préstamos personales.

³⁸⁴ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 34.

Por un breve período los sistemas de control de cambio francés y alemán se aproximaron el uno al otro y se desarrollaron planes en Francia para avanzar también hacia un sistema de control monetario indirecto. Esta alineación, sin embargo, resultó efímera cuando los eventos franceses causaron un importante revés. Cuando el clima económico e internacional empeoró a finales de la década y se incrementaron las tensiones en los mercados de divisas las autoridades se volvieron reacias a una mayor liberalización. De esta manera, diez años después del comienzo de la CEE, en el mismo momento en que se completó la unión aduanera entre los seis miembros de la CEE, hubo que volver a imponer restricciones a los movimientos de capital. En el momento en que se adoptaron estas medidas se pensaba que serían de naturaleza temporal. No se podía prever que pasarían otros quince años antes de que se pudieran retomar los intentos de una liberalización de capitales³⁸⁵.

En efecto, la situación internacional no era especialmente propicia para la liberalización de los flujos de capitales. No debemos olvidar que en esta época, se rompe el sistema de tipos de cambio basados en el dólar que se había diseñado en Bretton Woods. Este contexto caracterizado por movimientos especulativos e incertidumbre, llevó a que los distintos Estados miembros adoptaran enfoques muy diversos y a que la propia Comisión cambiara de postura³⁸⁶. En cuanto al Tribunal de

³⁸⁵ BAKKER, Age F.P. *The Liberalization of Capital Movements in Europe. The Monetary Committee and Financial Integration 1958–1994*. Springer. Amsterdam:1996. Pág. 105.

³⁸⁶ "Para mediados de los 70 el impulso se había perdido por completo". Los Estados miembros tenían que hacer frente a enormes entradas de capital procedentes de los Estados Unidos de América, lo que obligó incluso a la tradicionalmente liberal Alemania a introducir controles de capital. La Comisión pasó de ser una defensora de la libre circulación de capitales a una partidaria de las medidas de control de capitales para evitar la entrada de más capital especulativo. El empeoramiento del entorno internacional -destacado por el colapso del sistema de Bretton Woods y el shock del precio del petróleo- llevó a cada uno de los grandes Estados miembros a formular enfoques políticos muy diferentes, lo que hizo el compromiso de una mayor integración en el área de los movimientos de capitales extremadamente difícil. Alemania y los Países Bajos, a pesar de que tradicionalmente militaban en el "campo economista", consintieron en medidas de control del capital, siempre que impidieran u obstaculizaran los movimientos de capitales hacia el marco alemán y el florín. Francia e Italia, militantes del "campo monetarista", percibían el control del capital como una válvula de seguridad muy útil, en la medida en que faltaba la convergencia económica y por lo tanto hicieron un amplio uso de él. Con todo, aunque el acervo comunitario no cambió el mercado europeo de capitales estuvo menos integrado en la década de

Justicia, como hemos señalado más arriba, a diferencia de lo que sucedió con las otras libertades fundamentales, la Sentencia Casati demuestra que la arquitectura del Derecho Originario no le permitía avanzar.

La tendencia comenzó a revertirse a finales de los años setenta, merced al impulso de Alemania y del Reino Unido³⁸⁷. Lo que HINDELANG denomina la “vuelta a la pista de liberalización” se plasma en Libro Blanco de 1985 titulado "La realización del Mercado Interior". En este documento la plena liberalización de los movimientos de capital se define como una parte esencial del proceso y se propugna la liberalización de los movimientos de capitales, no sólo en el contexto comunitario, sino también en relación con países terceros³⁸⁸.

los 70 de lo que estuvo en los 60. Por si esto no fuera suficiente, al final de la década de los 70 se hizo evidente que las medidas de control de capitales tenían en realidad una eficacia muy limitada en las condiciones económicas de la época. Sin embargo, "a pesar de la limitada eficacia que se le reconoce en general, los Estados miembros no extrajeron las mismas conclusiones en términos políticos. Sólo Alemania en 1977 y 1978, y más tarde el Reino Unido, que originalmente había defendido las ideas monetaristas, abolieron (este último en un movimiento radical en 1979) todas las restricciones al movimiento de capitales. Aunque impulsado por una motivación puramente nacional, este cambio no debe ser visto como algo sin importancia para el conjunto de la Comunidad Económica Europea

HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 34-35.

³⁸⁷ Las causas del fenómeno las describe BAKKER al precisar que *Alemania comenzó a enmarcar su política monetaria en términos de objetivos monetarios internos. De hecho, la estabilidad financiera se consideró lo primero y lo más importante. Al final de la década, el Reino Unido liberalizó completamente los movimientos de capitales en una ruptura con su estancado pasado económico. Es interesante que ambos países tomaron estos pasos por motivos puramente internos. No fueron precedidos por deliberaciones europeas. Sin embargo, tuvieron importantes consecuencias para Europa. La búsqueda alemana en pos de la estabilidad de precios interna, acompañada de unas políticas monetaria y presupuestaria estrictas, marcarían la referencia a otros países europeos. Con el Reino Unido, cambiando a una política de orientación liberal, Alemania ganó un poderoso aliado para insuflar una nueva vida a fomentar el desarrollo de un auténtico mercado común, también en lo que se refiere a los movimientos de capitales. La acción británica descansaba en la base de la evolución de unos mercados financieros dinámicos y competitivos en Europa. Al final, los demás países no podían permitirse quedar al margen.* BAKKER, Age F.P. *The Liberalization of Capital Movements in Europe. The Monetary Committee and Financial Integration 1958–1994*. Springer. Amsterdam:1996. Pág. 142.

³⁸⁸ *Fue el cambio de dos grandes economías europeas el que anunciaría un nuevo giro en la política a*

Desde el punto de vista del Derecho positivo, se deben destacar como hitos decisivos el Acta Única Europea y la Directiva 88/361/CEE del Consejo de 24 de junio de 1988 para la aplicación del artículo 67 del Tratado³⁸⁹. Si bien el Acta Única no llegó a consagrar la plena liberalización de los movimientos de capitales, supuso un cambio radical en el escenario anterior. En palabras de HINDELANG, *para las posteriores negociaciones del Acta Única Europea, sin embargo, la posición de la Comisión sobre la liberalización total resultó ser demasiado audaz. Los Estados miembros se resistieron a la sugerencia de la Comisión de deshacerse de la cláusula de condicionalidad ("en la medida necesaria ...") del artículo 67 CE. Un efecto directo de las disposiciones sobre la libre circulación de capitales aún era todavía inaceptable en ese momento. Sin embargo, la Comisión logró definir la noción de "Mercado Interior", abarcando la libre circulación de capitales. Aún más importante, el Acta Única Europea cambió el proceso de toma de decisiones. Se introdujo la mayoría cualificada para las medidas que profundizaran en la liberalización de los movimientos de capitales; la unanimidad sería necesaria para cualquier paso atrás. Mientras que de*

*nivel europeo. Alemania y el Reino Unido, junto con los Países Bajos, propusieron a la Comisión ocuparse de la cuestión casi olvidada de la liberalización de los movimientos de capital. Sin embargo, la Comisión le dio una recepción fría. En los años anteriores, había tolerado la extensión e intensificación unilateral de las medidas de control de capitales en Francia e Italia, sin examinar si estos dos Estados miembros tenían derecho a hacerlo en virtud de las respectivas cláusulas de salvaguardia del Tratado CEE. Sólo la intensa crítica externa a principios de los 80 por el Parlamento Europeo y el Tribunal, instando a la Comisión a observar los procedimientos del Tratado CEE estrictamente, inició un proceso de reconsideración. Después de que Francia, pasando del campo monetarista al economicista, hubiese logrado estabilizar su mercado financiero, se recuperó el impulso para una mayor liberalización de los movimientos de capital. Con el respaldo de un mejor clima económico en Europa, la Comisión Delors podría tomar la iniciativa. En su famoso Libro Blanco de 1985 titulado "La realización del mercado interior" la plena liberalización de los movimientos de capital se define como una parte esencial de este proceso. Cabe destacar a este respecto que no se propuso una discriminación positiva de los movimientos de capitales en el mercado interior en comparación con los sujetos de terceros países- como constantemente se había defendido por Francia. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 35.*

³⁸⁹ DO L 178 de 8.7.1988, p. 5/18.

*este modo podía superarse el veto de un Estado miembro, la introducción del principio de "reconocimiento mutuo" hizo el compromiso entre los Estados Miembros más fácil al exigirles sólo ponerse de acuerdo sobre un nivel mínimo de armonización que fuera reconocido en toda la Comunidad; cada Estado miembro podría seguir estableciendo individualmente un estándar elevado en casa*³⁹⁰.

Tras el Acta Única se inició un programa de liberalización que se estructuró en dos fases³⁹¹. Estos dos fases se concretaron en la aprobación de la Directiva 86/566/CEE del Consejo de 17 de noviembre de 1986 por la que se modifica la Primera Directiva de 11 de mayo de 1960 para la aplicación del artículo 67 del Tratado³⁹² y la Directiva 88/361/CEE del Consejo de 24 de junio de 1988 para la aplicación del artículo 67 del Tratado³⁹³.

Aunque el contenido de la Directiva 86/566 fuera ciertamente limitado³⁹⁴,

³⁹⁰ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 35-36.

³⁹¹ En esta línea, HINDELANG indica que *Poco después de la adopción del Acta Única Europea, la Comisión inició un programa de liberalización de los movimientos de capitales basado en dos fases. En la primera fase la Comisión estableció las fechas de vencimiento de las medidas de salvaguardia adoptadas por Francia, Italia e Irlanda, y propuso una nueva directiva tendente a ampliar las obligaciones de liberalización. La Directiva de 1986 -si bien no logra la plena liberalización- dio prueba de que los argumentos a favor de la liberalización habían ganado terreno entre los Estados miembros* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 36.

³⁹² DO L 332 de 26.11.1986, p. 22/28.

³⁹³ DO L 178 de 8.7.1988, p. 5/18.

³⁹⁴ Recuerda USHER que *En 1986, este marco fue modificado por la Directiva 86/566, que en efecto fusionó las antiguas listas A y B de las Directivas anteriores en una nueva lista A, y añadió algunos otros elementos a las listas de la antigua lista C, en particular la cuestión de la colocación de títulos de una empresa nacional en un mercado de capitales extranjero y de una empresa extranjera en el mercado de capitales interno, las adquisiciones transfronterizas y liquidaciones de las unidades de fondos de inversión, y la concesión y el pago de ciertos créditos a largo plazo señalados anteriormente. Lo que quedaba de la Lista C se renombró Lista B, estando sujeto al poder de los Estados miembros de mantener o restablecer las restricciones cambiarias que estaban en vigor con la fecha de entrada en vigor de la Directiva, cuando la libre circulación de capitales pudiese constituir un obstáculo para la el logro de los objetivos de política económica del Estado miembro de que se trate. La Lista C incluye*

supuso un cambio de enfoque que ponía de manifiesto que el panorama ya no era el mismo. Ahora bien, la medida de referencia fue la Directiva 88/361 que consagró la plena liberalización³⁹⁵ y, además, la extendió a países terceros³⁹⁶. USHER indica que se

también las transacciones en valores no cotizados, préstamos y créditos a medio y largo plazo no relacionados con transacciones comerciales o de prestación de servicios, y avales y garantías correspondientes. Por último, la antigua Lista D se convirtió en la Lista C, pero todavía no liberalizada. USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*, 31 Fordham International Law Journal. Vol. 31, 2007. Pág. 1537.

³⁹⁵ En palabras de HINDELANG, *la segunda fase llevó a cabo la liberalización completa de los movimientos de capitales dentro de la Comunidad. Incluso el grupo políticamente delicado de los capitales a corto plazo, hasta entonces al margen de todo compromiso de liberalización debido a su supuesta interrelación con los movimientos no deseados de capital especulativo no fue incluido en la nueva Directiva de 1988 para la aplicación del artículo 67 CE. La aprobación de la Directiva de 1988 fue un hito en la historia de la Comunidad. Una favorable situación del ciclo, la relativa calma dentro del Sistema Monetario Europeo, y el acuerdo entre los Estados miembros para negociar sin condiciones previas abrieron una ventana a la oportunidad. Los tres argumentos principales de la Comisión -que la economía europea requiere un buen funcionamiento del mercado integrado de capitales, que la liberalización de los movimientos de capital era una condición previa para cualquier unión económica y monetaria, y que la convergencia económica entre los Estados miembros puede llegar a través de la disciplina que impone la libre circulación de capitales- se conjugaron con la aprobación de los Estados miembros. Las fuerzas impulsoras detrás de la Directiva -junto con la Comisión- fueron Alemania, el Reino Unido, los Países Bajos y Francia. Estos países formaron una alianza de ideología liberal que no se podría resistir por el campo monetarista, liderado por Italia. El consentimiento de los Estados miembros más reticentes se obtuvo mediante la inclusión de los períodos de transición más largos para algunos Estados miembros, el aplazamiento de la fecha de transposición y por la incorporación de una cláusula de salvaguardia monetaria.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 36-37.

³⁹⁶ Como destaca HINDELANG, *en cuanto al movimiento de capitales de países terceros, la Directiva de 1988 introdujo el "principio erga omnes" en la regulación de la libre circulación de capitales. Aunque el principio no distingue entre la liberalización del movimiento de capitales dentro de la Comunidad y con respecto a terceros países que en ese momento se enunciaba sólo como un compromiso político, su inclusión en la Directiva, sin embargo, puede ser vista como un logro importante. La mayoría de los Estados miembros podrían rechazar una propuesta de la Comisión, respaldada por Francia Italia, para dejar a los terceros países en la duda en cuanto a si la Comunidad estaba abrazando realmente el principio, lo que blindaría indirectamente el mercado europeo de capitales.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford

siguió un nuevo enfoque en la Directiva 88/361, que finalmente estableció el principio fundamental de la libre circulación de capitales como una cuestión de Derecho comunitario con efecto, para la mayoría de los Estados miembros, el 1 de julio de 1990. La libre circulación de capitales se convirtió así en la única "libertad" del Tratado que se hizo en las condiciones previstas en el Tratado –mediante la promulgación de un programa de legislación– aunque veinte años después del plazo previsto en el Tratado. Sin perjuicio de sus demás disposiciones, el artículo 1 (1) de la Directiva de 1988 establecía que "Los Estados miembros suprimirán las restricciones a los movimientos de capitales que tienen lugar entre las personas residentes en los Estados miembros", y aunque todavía había una nomenclatura de los movimientos de capitales anexa a la Directiva, se señaló que era para facilitar su aplicación, en lugar de introducir distinciones en el tratamiento. El propio Anexo I afirmó que la nomenclatura no tenía la intención de ser una lista exhaustiva de la noción de movimiento de capitales, y no debe interpretarse como una restricción del alcance del principio de la plena liberalización de los movimientos de capitales del artículo 1. Sin embargo, en ausencia de una definición del Tratado, las partidas de la nomenclatura (que, en realidad, deben mucho a las listas anteriores) indican el concepto de capital subyacente a la Directiva: las inversiones directas, las inversiones en el sector inmobiliario, las operaciones en valores normalmente negociados en el mercado de capitales, las operaciones en participaciones de organismos de inversión colectiva, las operaciones con valores y otros instrumentos normalmente negociados en el mercado de dinero, las operaciones en las cuentas corrientes y de depósito en entidades financieras, los créditos relacionados con transacciones comerciales o con la prestación de servicios en el que un residente participa, los préstamos financieros y créditos, los avales u otras garantías y derechos de prenda, las transferencias en ejecución de los contratos de seguros, los movimientos de capital personales, la importación y la exportación física de los activos financieros, y "otros movimientos de capital" (definidos así para incluir las transferencias de los fondos necesarios para la prestación de servicios)³⁹⁷.

Con este marco normativo el espaldarazo jurisprudencial se produciría con la

University Press. Nueva York: 2009. Pág. 37.

³⁹⁷ USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*, 31 Fordham International Law Journal. Vol. 31, 2007. Pág. 1537-1538.

Sentencia Bordessa³⁹⁸. HINDELANG señala que *con el posterior fallo en Bordessa declarando la Directiva con efecto directo, el Tribunal abrió la posibilidad de que los participantes del mercado la utilizaran como un instrumento de liberalización. De este modo, el TJCE eliminó el "defecto congénito" de la libertad, elevándola al nivel de la libre circulación de mercancías, la libre prestación de servicios y la libertad de establecimiento*³⁹⁹.

La implantación de las previsiones de la Directiva 88/361 se culminó con anterioridad a la fecha límite de transposición. Estas medidas fueron saludadas por los mercados y dieron lugar a un proceso de retroalimentación entre la liberalización de capitales, la reducción de los diferenciales de inflación y el ciclo económico. Este contexto constituyó un caldo de cultivo idóneo para que la transferencia de las norma de liberalización al Derecho originario en el marco de la segunda etapa de la Unión Económica y Monetaria superara las resistencias.

La vinculación de la reforma con la Unión Económica y Monetaria se ha destacado, entre otros por USHER, al precisar que *el Tratado de la Unión Europea introdujo nuevas disposiciones sobre "capital y los pagos", con efectos a partir del 1 de enero de 1994, la fecha fijada para el inicio de la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria*⁴⁰⁰. En la misma línea, como precisa BENYON, *con vistas la introducción de la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria, el capítulo 4 del título III del Tratado sobre " Capital y pagos " dio un significativo paso hacia adelante con una disposición totalmente novedosa*⁴⁰¹.

Recuerda HINDELANG que *tras la aprobación de la Directiva de 1988, los Estados miembros eliminaron las restricciones existentes sobre los movimientos de capitales mucho antes de la fecha oficial de transposición, lo que fue tomado por los*

³⁹⁸ Sentencia, Bordessa y otros, C-358/93 y C-416/93, EU:C:1995:54, apartados 34 y 35.

³⁹⁹ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 37.

⁴⁰⁰ USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*, 31 Fordham International Law Journal. Vol. 31, 2007. Pág. 1543.

⁴⁰¹ BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 10

mercados como una señal de fortaleza. A principios de la década de los 90, “la liberalización de capitales, la disminución de los diferenciales de inflación y las satisfactorias circunstancias cíclicas en su conjunto crearon un círculo virtuoso, reforzándose mutuamente unas a otras”. En estas condiciones, la transferencia de la norma de liberalización consagrada en el Derecho comunitario derivado al Tratado CE en 1992 no se encontró ningún obstáculo importante. El Tratado de Maastricht fue incluso más allá de este punto. El “principio erga omnes”, sujeto a ciertas excepciones y cláusulas de salvaguardia, pasó de ser un compromiso político a ser una obligación legalmente vinculante, con efecto directo⁴⁰².

Como ha señalado USHER, quizá la principal novedad consiste precisamente en la consagración del principio erga omnes. Como indica este autor, *a primera vista, una distinción fundamental entre estas disposiciones y las disposiciones originales -y de hecho de la situación alcanzada bajo la Directiva de 1988- es que parece que los movimientos hacia y desde terceros países han de ser tratados de la misma manera que los desplazamientos entre Estados miembros. En retrospectiva, esto puede ser visto como una anticipación de la necesidad de tranquilizar a los mercados internacionales de dinero en relación con el movimiento externo y la disponibilidad del euro. Sin embargo, en realidad, hay diferencias que siguen existiendo⁴⁰³.*

Ciertamente el proceso de negociación no estuvo exento de dificultades. Los Estados partidarios del principio erga omnes debieron transigir y aceptar ciertas excepciones⁴⁰⁴. En cualquier caso, el cambio de enfoque es significativo ya que la regla

⁴⁰² HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 37-38.

⁴⁰³ USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*, 31 *Fordham International Law Journal*. Vol. 31, 2007. Pág. 1543.

⁴⁰⁴ *La extensión de la prestación a terceros países - un salto significativo en comparación con la "coordinación progresiva" y simple "esfuerzo" del antiguo artículo 70 CEE - no es, sin embargo, tan importante o tan amplia como parece, ya que los cuatro artículos siguientes prevén restricciones, tres de ellos en exclusiva en relación con terceros países.* BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing, Oxford: 2010. Pág.

erga omnes pasa a ser el principio y no la excepción⁴⁰⁵, y se le reconoce efecto directo como se señaló expresamente por el Tribunal de Justicia en la Sentencia Sanz de Lera⁴⁰⁶. En palabras de BAKKER, el progreso que se realizó en cuanto a la liberalización de capitales fue impresionante⁴⁰⁷.

En efecto, como ha valorado LOSADA FRAGA el cambio operado por el Tratado de Maastricht tiene una relevancia mucho más significativa de lo que se suele apreciar. En palabras de este autor, *tan importante como su nuevo contenido (el diseño institucional, la liberalización y el efecto erga omnes) fue la condición jurídica que se le dispensó, lo que se ha denominado constitucionalización. La relevancia que la libertad adquirió entonces no sólo dependía de su inclusión en los Tratados (que se podría etiquetar como constitucionalización formal), sino también en la doctrina del efecto directo (constitucionalización material), cuya consecuencia principal fue un*

⁴⁰⁵ A pesar de que no era fácil sostener el principio durante las negociaciones del Tratado de Maastricht, las actas revelan que los Estados Miembros que propugnaron el principio erga omnes tuvieron finalmente éxito en defenderlo como el axioma de la normativa sobre los movimientos de capital; sin embargo, tuvieron que aceptar ciertas excepciones a la misma. Estas excepciones, arts 57 (1) CE, 59 CE y 60 CE, se encontraron con las reservas de algunos de los países que se mostraron escépticos al principio, pero al mismo tiempo, estas disposiciones confirman implícitamente que la regla erga omnes debe ser vista como el principio y no la excepción. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 38.

⁴⁰⁶ Sentencia de Sanz de Lera y otros, C-163/94, C-165/94 y C-250/94, EU:C:1995:451.

⁴⁰⁷ Señalaba BAKER en 1996 que *el progreso hecho con relación a la liberalización de capitales es impresionante. El contraste con la situación en la primera mitad de los ochenta es extraordinario. Con la liberalización en Grecia en mayo de 1994 todos los Estados miembros de la Comunidad han abolido todos los controles y no ha habido recurso a cláusulas de salvaguardia. Los principales obstáculos que quedan en la actualidad conciernen a las regulaciones nacionales que, de conformidad con el artículo 73 c), han permanecido en vigor. Estos obstáculos se refieren entre otros a las inversiones en servicios financieros, donde se aplican requisitos de reciprocidad, la entrada de inversión directa que en la mayoría de los países está sujeta a autorización en sectores específicos, como comunicaciones, pesca y transporte. Estos obstáculos, sin embargo, son de importancia menor en comparación con las restricciones anteriores y están principalmente tomados por razones microeconómicas. Su abolición traerá un área financiera europea verdaderamente integrada, para ser coronada con una unificación monetaria*. BAKKER, Age F.P. *The Liberalization of Capital Movements in Europe. The Monetary Committee and Financial Integration 1958–1994*. Springer. Amsterdam:1996. Pág. 105.

nuevo ámbito para la libre circulación de capitales⁴⁰⁸.

En este punto la actitud decidida del Tribunal de Justicia fue decisiva a la hora de liberar de su defecto congénito a la libre circulación de capitales⁴⁰⁹ y reconocerle efecto directo. De este modo, se limita de manera clara la soberanía económica de los Estados miembros⁴¹⁰, tal y como lo demuestra el hecho de que la distinción práctica entre libre circulación de capitales y de pagos queda absolutamente difuminada⁴¹¹.

⁴⁰⁸ LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009. Pág. 138.

⁴⁰⁹ *Sea como fuere, con los fallos Bordessa y Sanz de Lera no sólo se amplió el ámbito de aplicación de la libre circulación de capitales (como fue diseñado por los Estados Miembros en el Tratado de Maastricht), sino que también limita el alcance del control que las autoridades nacionales puede ejercer con el fin de proteger sus economías. Como resultado de estas dos sentencias, y de acuerdo con las antes mencionadas, se le dio a la libre circulación de capitales en estos años un estatuto constitucional material (ya que prevalece sobre cualquier otra norma).* LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009. Pág. 141

⁴¹⁰ *Por último y sobre todo, el nuevo régimen de los movimientos de capitales y la jurisprudencia que reconoce el efecto directo de sus disposiciones establecieron una libertad constitucionalmente protegida en la que los intereses económicos nacionales no eran tan relevantes para la Unión Europea como anteriormente. Este cambio radical se puede explicar debido a la inclusión en el Tratado de Maastricht de las disposiciones de la UEM. Como consecuencia de todo esto, el nuevo régimen permite todas las transferencias de dinero a través de las fronteras nacionales dentro de la Unión Europea, e incluso entre Estados miembros y terceros países. Lo que también debe tenerse en cuenta es que, mientras que antes de este nuevo régimen la libre circulación de capitales y las demás libertades económicas coexistieron y cada transferencia de dinero debía ser considerada un movimiento de capitales o conectada a una de las otras libertades, después todas las transferencias de dinero se consideran parte de la libre circulación de capitales.* LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009. Pág. 147-148

⁴¹¹ *¿Qué se puede deducir del régimen jurídico de la libre circulación de capitales en esta segunda etapa de la jurisprudencia del Tribunal sobre el tema? En primer lugar que la nueva fórmula por la cual la libertad es regulada (Art. 56 CE) mantiene la distinción entre los movimientos de capitales (primera*

La profundidad del cambio queda corroborada por el hecho de que éste no se vio alterado por las crisis monetarias que acaecieron poco después de la aprobación del Tratado de Maastricht⁴¹². De la misma manera, la orientación no se cambió en las posteriores reformas de los Tratados ya que, como advierte HINDELANG, *a pesar de las llamadas ocasionales a revivir los controles de capitales, el Tratado de Amsterdam no trajo consigo cambios de fondo, sino sólo cambios técnicos a las disposiciones del Tratado. Básicamente, los artículos redundantes se eliminaron del texto del Tratado y los artículos 73 letras b-g del Tratado de Maastricht se renumeraron como artículos 56-60 del Tratado de Amsterdam. El Tratado de Niza no modificó en absoluto las*

sección) y los medios de pagos (segunda sección), a pesar de que sus regímenes legales fueron a partir de entonces exactamente el mismo. Esto significa que la sentencia Luisi y Carbone pierde algún efecto, ya que la distinción entre ambas categorías no tiene ninguna relevancia más. Y esto es así, al equiparar el régimen jurídico de los pagos corrientes al de los movimientos de capital, lo que significa que este último ha ampliado su ámbito material, debido a la voluntad del legislador. LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009. Pág. 147

⁴¹² *Poco después de la firma del Tratado de Maastricht, el sistema monetario europeo cayó otra vez en una crisis. En 1992 una fuerte presión sobre las monedas débiles, en particular, la lira italiana, la peseta española y el escudo portugués, condujo a la introducción de restricciones temporales de capital, que tuvieron sólo un efecto muy limitado. Los respectivos gobiernos levantaron rápidamente las restricciones cuando se dieron cuenta de que no sólo eran inútiles, sino también que eran percibidas por los mercados como una señal de confianza negativa dando lugar a un éxodo de capitales, que sólo empeoró la situación general.*

La segunda crisis del Sistema Monetario Europeo en 1993 –afectando principalmente al franco francés y al franco belga- volvió a llevar a llamamientos a favor de la reintroducción de restricciones de capital. Irónicamente, el ex campeón de la liberalización, el Presidente de la Comisión Jacques Delors pidió súbitamente la regulación de los movimientos de capitales. Afortunadamente, el canto de las sirenas fue resistido por los Estados miembros. Este episodio, sin embargo, demuestra que los gobiernos confunden con facilidad “el síntoma con la enfermedad” y son vulnerables a recurrir a controles de capital en épocas de turbulencia, a pesar de la lógica económica y la (dolorosa) evidencia empírica, HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 38.

*disposiciones sobre la libre circulación de capitales*⁴¹³.

Finalmente, la entrada en vigor del Tratado de Lisboa ha incluido las inversiones extranjeras directas en el campo de la Política Comercial Común (artículos 206 y 207 TFUE). El alcance de estas previsiones está aún por determinar tanto en su contenido objetivo como desde el punto de vista de la distribución de competencias entre la Unión y los Estados Miembros⁴¹⁴. En los próximos años el Tribunal de Justicia se verá irremisiblemente llamado a examinar la relación de estas previsiones con las contenidas en los artículos 63 y siguientes del TFUE.

⁴¹³ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 38-39.

⁴¹⁴ Sobre esta cuestión en la doctrina española vid. HINOJOSA MARTÍNEZ, Luis M. *El alcance de la competencia exterior europea en material de inversiones*. Revista de Derecho Comunitario Europeo. N° 52. 2015. Págs. 871-107.

3.3.- Inversión extranjera y Mercado Interior.

3.3.1.- Inversión extranjera y libre circulación de capitales.

Como hemos indicado anteriormente, por razones históricas y siguiendo a BENYON, resulta aconsejable como método de trabajo partir de la libre circulación de capitales a la hora de estudiar la relación de la inversión extranjera con el Mercado Interior⁴¹⁵. No obstante, ello no debe distraernos del hecho de que la inversión extranjera tiene incidencia relevante en el conjunto del Mercado Interior⁴¹⁶. Es más, esta incidencia no se circunscribe a las libertades fundamentales sino que se proyecta también en la libre competencia⁴¹⁷.

⁴¹⁵ Nos recuerda BENYON que la referencia al concepto de inversión extranjera directa en el Derecho originario aparece en los artículos relativos a la regulación de esta libertad fundamental: *Aunque los artículos 56 a 60 del Tratado CE , sobre la libre circulación de capital, actualmente, artículos 63 a 66 y 75 del TFUE, se introdujeron en el Tratado en enero de 1994 - por lo tanto mucho después de que los contornos de las demás libertades del Tratado se hubiesen establecido en detalle por el Tribunal de Justicia- se propone comenzar con la consideración de la libre circulación de capitales, ya que es en el marco jurídico de los movimientos de capital en el que aparece el término específico "inversión directa".* BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 7.

⁴¹⁶ Esta circunstancia ha sido apreciada con acierto por LOSADA FRAGA, quien advierte que *es claro para todos que las consecuencias de reconocer efecto directo a las principales disposiciones del régimen que regula los movimientos de capital van más allá del ámbito jurídico, pero la repercusión de ello es muy relevante. Examinando primero las consecuencias estrictamente jurídicas de estas sentencias hay que notar que, dado que se declara el efecto directo de las disposiciones relativas a los movimientos de capital, una nueva cuestión jurídica surge: ¿deberían las libertades económicas comunitarias respetarse por separado, o son un marco único? En otras palabras, ¿debería una transferencia de dinero cumplir con las disposiciones de movimientos de capital, o con todas las libertades económicas concedidas por el Derecho de la Unión?* LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009. Pág. 138-139

⁴¹⁷ Lo razona BENYON cuando advierte que *es evidente que la inversión directa por medio de la adquisición de un competidor en otro Estado miembro puede falsear la competencia y por lo tanto no resultar en el interés de la Unión. Fue por esta razón por la que las fusiones de una cierta escala*

En cualquier caso, esta relevancia presenta, si se parte de la óptica de de la libre circulación de capitales, unos matices ricos y novedosos para el Derecho de la Unión⁴¹⁸, habida cuenta de que LOSADA FRAGA no ha dudado en calificar, de manera especialmente gráfica, la libre circulación de capitales como la “constitución económica profunda de la Unión”⁴¹⁹. En primer lugar, no debemos olvidar que, como subraya PADRÓS la libre circulación de capitales se ha utilizado como un instrumento crucial en el proceso de integración para limitar los intereses estratégicos de los Estados miembros⁴²⁰. En particular, LOSADA FRAGA ha analizado la evolución de la jurisprudencia sobre esta cuestión. Acertadamente ha advertido como, a cada cambio en el modelo constitucional económico de la Unión, el Tribunal de Justicia ha respondido

*necesitan la aprobación por la Comisión en virtud del Reglamento de concentraciones. Con el fin de evitar conflictos de competencia, el Reglamento establece que los Estados miembros no podrán ni pronunciarse sobre cualquier fusión que la Comunidad ha aprobado, salvo por causas ajenas a la esfera de competencia, a saber, la protección del interés público, la supervisión prudencial, etc, siempre que éstas sean compatibles con los principios generales y demás disposiciones del derecho de la Unión. Ciertas fusiones, en particular las que han afectado a "campeones nacionales", han constituido objeto de controversias, decisiones y sentencias del Tribunal en virtud de este reglamento, pero por razones distintas las normas de competencia. BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 5-6*

⁴¹⁸ En materia de medios de pago resulta evidente que esta libertad es un presupuesto para las demás. Así, USHER ha advertido que *es evidente que la libre circulación de mercancías sería inoperante si un comprador en un Estado miembro no pudiese pagar a un proveedor en otro Estado miembro, y lo mismo es cierto para las otras “libertades” de los Tratados*. USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*, 31 *Fordham International Law Journal*. Vol. 31, 2007. Pág. 1538.

⁴¹⁹ LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009.

⁴²⁰ En efecto, según PADRÓS, *por más que los Estados afirmen la existencia de intereses nacionales estratégicos o intereses generales difusos, los ciudadanos comunitarios (incluidas las empresas), deben mantener el derecho a adquirir participaciones societarias en otros Estados miembros. La libre circulación (en este caso de capitales), se utiliza como un instrumento crucial de integración europea y por ello las restricciones que se impongan deben estar plenamente justificadas*. PADRÓS REIG, Carlos. *La transformación del régimen jurídico de la acción de oro en la jurisprudencia comunitaria europea*. Civitas. Madrid: 2007. Pág. 21.

con un cambio en su doctrina siguiendo un enfoque claramente federal⁴²¹. En segundo lugar, se presentan también otros matices en la medida en que, según precisa HINDELANG, la libre circulación de capitales se reconoce también en el contexto de los terceros países⁴²².

Por consiguiente, en este epígrafe partiremos de la posición de la libre circulación de capitales en el Mercado Interior, pero sin dejar de lado su incidencia en las relaciones con terceros Estados. En primer término debe subrayarse que, al igual que sucede con la libre circulación de mercancías, nos encontramos ante una libertad real, como contrapuesta a las libertades personales. Ello implica que queda garantizada con independencia de la nacionalidad de los sujetos involucrados⁴²³. En segundo

⁴²¹ Al referirse a su trabajo indica que *también se ha descrito el diseño económico para la libre circulación de capitales en cada período. Con el fin de comprender la importancia de los controles de capital es vital evaluar el panorama completo. Por lo tanto, cada vez que el diseño económico ha cambiado, la libertad lo ha hecho. Como resultado de ello, es evidente que la evolución de la estrategia adoptada por el Tribunal tiene una correlación directa con la forma en que el orden económico se ha diseñado. Si bien los argumentos re-nacionalizadores son la base de las resoluciones, el "liberalismo incorporado" o, por lo menos en algún momento, un diseño neo/ordoliberal inspira la economía. Sin embargo, la saga de las "acciones de oro" implica un cambio importante en este esquema, ya que invierte las cosas cómo sucedieron hasta entonces. Ahora ha sido el Tribunal el que modifica el orden económico con su jurisprudencia: como las libertades económicas son principios supremos que prevalecen incluso sobre las medidas nacionales muy indirectamente relacionadas con los flujos de capital, se ha fundado un "liberalismo constitucionalizado" en la UE. Este tipo de decisiones sólo puede basarse en una estrategia federal.* LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009. Pág. 154-155

⁴²² En efecto, *mientras que todas las demás libertades fundamentales están restringidas en su ámbito de aplicación al Mercado Común, la libre circulación de capitales ocupa una posición excepcional. El artículo 56 (1) CE declara en términos simples que "todas las restricciones a los movimientos de capitales entre los Estados miembros... y terceros países estarán prohibidas".* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 8.

⁴²³ Como recuerda HINDELANG, *aunque en cada caso, los beneficiarios de las libertades fundamentales son las personas, sus garantías están vinculadas en parte al movimiento transfronterizo de objetos y en parte están comprometidas con el cruce transfronterizo de personas. La libre circulación de capitales*

término, al no vincularse a la nacionalidad o residencia de las personas que intervienen en una determinada transferencia de capital, es preciso examinar la “ubicación del capital” para detectar un elemento transfronterizo en la transferencia de capital⁴²⁴. Finalmente, hemos de poner de manifiesto, siguiendo a BENYON, que los conceptos de “capital” y de “restricción” del artículo 63 del TFUE (56 CE) no están definidos por el Tratado, por lo que es preciso acudir a la jurisprudencia para delimitarlos⁴²⁵.

*pertenece a la primera categoría. Las libertades vinculadas con los objetos liberalizan ciertas actividades económicas, debido a su objeto, no en razón de las características de las personas que toman parte en ellas; esto es debido a que el objeto cobra importancia más allá de la pura actividad personal. La libre circulación de capitales está garantizada, por lo tanto, con independencia de que aquellos que estén involucrados tengan una nacionalidad de un Estado miembro o residan en el territorio de un Estado miembro. Es suficiente, pero, al mismo tiempo también constituye una condición previa indispensable para beneficiarse de la protección del artículo. 56 (1) CE, que los movimientos de capital se produzcan en un contexto transfronterizo, es decir, que el movimiento respectivo se extienda más allá de las fronteras de un Estado miembro. En consecuencia, deben fijarse los criterios que un movimiento de capitales debe cumplir para calificar como un movimiento transfronterizo de capital. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 42-43.*

⁴²⁴ Es decir, la libre circulación de capitales como una libertad real, de la misma manera que la libre circulación de mercancías, no se vincula a la nacionalidad o residencia de las personas que intervienen en una determinada transferencia de capital, sino que es la "ubicación del capital" lo que hay que examinar. Por lo tanto, un elemento transfronterizo es lo primero que se debe buscar en la transferencia de capital. La importación o exportación de dinero o de derechos de disposición sobre el capital constituyen probablemente el caso en el que el elemento transfronterizo se hace más visible. La compra de acciones de una empresa situada en el Estado A por un residente de un Estado miembro B de un residente del Estado A ejemplifica claramente una transacción transfronteriza. El capital intangible está, como se ha explicado anteriormente, situado en el lugar donde reside su titular. Así, en el caso que nos ocupa, los derechos intangibles (acciones) se transfieren a través de la frontera de un Estado miembro A al Estado miembro B. También la mera transferencia de residencia de un Estado a otro –como consecuencia del enfoque tomado en este estudio– reflejaría un elemento transfronterizo. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 61-62.

⁴²⁵ Ni la noción de “capital”, ni la noción de “restricción” del artículo 63 del TFUE (56 CE) se definen en el Tratado y por ello los contornos de las mismas han tenido que ser establecidos por el Tribunal de Justicia. En algunos aspectos, parece haber sido inspirado por su amplio enfoque de las demás libertades. BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 13

Como hemos indicado anteriormente, la libre circulación de capitales es una libertad de carácter real, como categoría contrapuesta a las libertades personales. Ello implica, como precisa HINDELANG, que es una libertad real en relación con un factor de producción⁴²⁶. A pesar de que todas las libertades fundamentales tienen las personas como beneficiarios, sus garantías están parcialmente vinculadas al movimiento de objetos. Este es el caso de la defensa del libre movimiento de capitales, que liberaliza la actividad económica debido a su objeto, no en razón de las personas involucradas.

Esta característica supone que el Tratado no especifica ni limita el grupo de beneficiarios y ello, según HINDELANG, lleva aparejada dos consecuencias. Por un lado, que extiende su protección -independientemente de la nacionalidad y, en principio, también con independencia del lugar de su residencia habitual- a todas las personas físicas y jurídicas. Por otro lado, la orientación real no obliga a establecer una distinción doctrinal entre una libertad “activa” y otra “pasiva” de los movimientos de capital, distinción tomada de las libertades personales, que se centran, a primera vista, en la persona que realiza activamente una actividad económica determinada. Tanto cedente como cesionario pueden confiar en la libre circulación de capitales sin más preámbulos⁴²⁷.

Con carácter general, HINDELANG subraya que *la libre circulación de capitales, ante todo, da derecho a los participantes privados en el mercado, las personas naturales y jurídicas por igual*⁴²⁸. No obstante, en cuanto a las personas jurídicas se plantea el problema de cuál sea el alcance de la libre circulación de capitales. A juicio de este autor, con base en el actual 54 TFUE, incluye a las personas jurídicas de derecho público siempre y cuando persigan un fin lucrativo⁴²⁹.

⁴²⁶ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 204.

⁴²⁷ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 204-205.

⁴²⁸ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 206.

⁴²⁹ *En cuanto a las personas jurídicas, a raíz de la idea general contenida en el artículo 48 (2) CE, la libre circulación de capitales también se extiende a los que se constituyan sobre la base del derecho*

No obstante, este enfoque no es coherente con la naturaleza real de la libre circulación de capitales que se garantiza con independencia de los sujetos que intervengan. Por ello, este autor se ve obligado a matizar su postura al indicar que *las empresas públicas que no ejercen ninguna actividad económica con ánimo de lucro en el sentido del artículo 48 (2) CE están fuera del ámbito de aplicación personal de la libertad. Sin embargo, en la medida en que tratan con los particulares, las empresas participan indirectamente en la protección que nace de la libertad, ya que un participante en el mercado privado puede confiar en Art 56 CE (1) en cualquier caso*⁴³⁰. A su juicio, el fundamento de que los particulares puedan confiar en ese caso en la libre circulación de capitales descansa en el principio de cooperación leal⁴³¹. Por ello, señala que *si una persona privada entra en relaciones con los Estados miembros (o la Unión Europea), le compra, por ejemplo, bonos del gobierno, entonces pueden apoyarse en Art. 56 (1) CE. De esta manera, los Estados miembros y la Comunidad participan indirectamente en la garantía de la libertad. Los terceros países no pueden invocar el Art. 56 (1) CE. El Tratado CE constituye para ellos una res inter alios acta. No pueden obtener ni derechos ni obligaciones del Tratado CE, cf. Art. 34 de la*

*público, siempre y cuando lleven a cabo actividades económicas con fines de lucro. A fortiori, las empresas con fines de lucro organizada sobre la base del derecho civil que son "simplemente" directa o indirectamente propiedad de un Estado miembro (o de la Comunidad o de un tercer país) deben ser capaces de apoyarse en el artículo 56 CE (1) HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 206.*

⁴³⁰ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 207.

⁴³¹ *En la práctica, el grupo de participantes en el mercado no se limita a los mencionados anteriormente. Las actividades de los Estados miembros, la CE y sus respectivas instituciones en el mercado financiero alcanzan un volumen significativo. Teniendo en cuenta que las libertades fundamentales son predominantemente derechos individuales que proteger por el Estado, como destinatarios de este mismo derecho parece dudoso que los Estados miembros y la Comunidad puedan confiar en la libertad. Más bien, las competencias respectivas de la Comunidad y los Estados miembros en el derecho primario de la CE constituyen el fundamento jurídico para actuar en el mercado financiero privado. El artículo 10 CE obliga a la Comunidad y los Estados miembros a no restringir mutuamente sus operaciones.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 207.

*Convención de Viena de 1969 sobre el Derecho de los Tratados*⁴³².

A nuestro modo de ver, el enfoque de HINDELANG no es coherente con la naturaleza real de la libre circulación de capitales. Como hemos dicho anteriormente, ésta liberaliza la actividad económica debido a su objeto, no en razón de las personas involucradas. Por tanto, el hecho de que intervenga un sujeto de naturaleza pública, incluso un Estado, no excluye la aplicación de esta libertad fundamental. Éste es, además, el enfoque que ha seguido el Tribunal de Justicia. De manera expresa, el Tribunal ha dicho que las medidas que puedan disuadir a las entidades públicas establecidas en otros Estados miembros de adquirir participaciones en las empresas de un Estado miembro constituyen una restricción a la libre circulación de capitales en el sentido del artículo 63 TFUE, apartado 1⁴³³. En efecto, las disposiciones del Tratado relativas a la libre circulación de capitales no hacen ninguna distinción entre empresas privadas y públicas ni entre las empresas que ocupan una posición dominante y las que no la tienen⁴³⁴. Es más en los casos en los que Estados miembros han invocado el riesgo que pueden suponer los denominados fondos soberanos de inversión, el Tribunal ha desechado estas alegaciones⁴³⁵.

Por consiguiente, lo definitivo es que el movimiento de capitales presente relevancia transfronteriza. El hecho de que la libre circulación de capitales se configure como una libertad real hace que el elemento transfronterizo de su ejercicio no se pueda construir sobre la nacionalidad o residencia habitual del beneficiario. Tal y como destaca HINDELANG, la residencia de los participantes en el mercado tampoco constituye, en principio, una condición formal que se deba cumplir para invocar la libre circulación de capitales. Cedente y cesionario, por ejemplo, no tienen que ser residentes en la Unión. Sin embargo, la residencia no es completamente irrelevante en el ámbito de la libre circulación de capitales. Un movimiento de capitales, con el fin de estar amparado por la libre circulación de capitales debe ser transfronterizo y mostrar un

⁴³² HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 207.

⁴³³ Sentencia Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 27.

⁴³⁴ Sentencia Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350, apartado 35.

⁴³⁵ Sentencias Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 84; y Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 26.

“vínculo suficiente” para un Estado miembro. Con el fin de localizar significativamente la transferencia de capital intangible a través de fronteras, recurrir a su titular es inevitable. El tenedor se ubica en el lugar en que su residencia (habitual) se encuentra. En este sentido, el lugar de residencia del cedente o cesionario puede tener una cierta relevancia en el ámbito de la libre circulación de capitales⁴³⁶.

En línea con lo argumentado por este autor entendemos que los movimientos de capitales no se limitan a la importación o exportación de éstos, sino a cualquier acto de disposición que presente un elemento transfronterizo⁴³⁷. A estos efectos basta con que

⁴³⁶ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 205.

⁴³⁷ Así lo explica con suma claridad HINDELANG cuando razona lo siguiente: *Sin embargo, la libre circulación de capitales no se limita a la importación o exportación de capitales y de derechos de disposición sobre el capital. Recordando el espíritu y el propósito del artículo 56 (1) CE, es decir, la asignación óptima de capital sin restricciones, un movimiento de capitales transfronterizos también se produce si se califica en términos económicos como una inversión en otro país. Este es el caso en el que el retorno de la inversión está determinado por las condiciones presentes en este otro país. Por ejemplo, se refiere a la transferencia de acciones de una sociedad situada en el Estado A por los residentes que están ambos situados en el Estado miembro B. Si bien la ubicación del capital no cambia en este ejemplo, los titulares viejos y nuevos son residentes de un Estado miembro B y, por lo tanto, la transferencia que ocurre en dicho Estado miembro, no obstante, el movimiento de capitales contiene, por las razones mencionadas anteriormente, un elemento transfronterizo. El beneficio de la inversión está determinado por la eficiencia del empleo de capital extranjero.*

En este contexto, un crítico podría preguntarse si aún se puede hablar de una transferencia transfronteriza con respecto al ejemplo anterior, si la empresa mencionada invirtiese el capital que recoge en su propia filial o en una tercera empresa en el Estado de residencia de ambas partes en la transacción. El capital en última instancia se emplearía de manera productiva en el mismo lugar en el que tanto el cedente y el cesionario residen. Este ejemplo muestra que el punto de vista económico propuesto para evaluar si una transacción determinada se produce de manera transfronteriza no es realmente económico, sino que se califica por un componente formalista. No se ve la transferencia como un todo económico, sino que se divide sus componentes en partes, cada una de las cuales constituye normalmente una sola transacción legal. Este enfoque parece razonable. Si bien es cierto que en términos económicos, es la última ubicación del uso productivo la que determina en gran medida la eficacia del uso de capital, el establecimiento de esta ubicación es apenas asequible. Por otra parte, basándose en el telos del Art. 56 (1) CE la libre circulación de capital también debe proteger la actividad económica de mera "canalización" de capital a través de diferentes Estados (miembros). HINDELANG,

el elemento transfronterizo sólo este presente en uno de los intervinientes⁴³⁸. En cuanto a su extensión objetiva, en aras de garantizar el efecto útil de la libertad, incluye no sólo la transferencia del capital, sino las actividades en el período previo a la misma, así como las actividades de seguimiento⁴³⁹. Como concluye HINDELANG, *un elemento transfronterizo está presente en un movimiento de capitales determinado bien si el capital de hecho cruza la frontera o, visto desde una perspectiva económica, si un movimiento de capitales aparece como una inversión transfronteriza*⁴⁴⁰.

3.3.2.- El concepto de capital en el TFUE.

Por lo que se refiere al concepto de de capital, como hemos indicado

Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 62-63.

⁴³⁸ Como precisa HINDELANG, *si una operación determinada se extiende a través de una frontera nacional, las dos partes de esta transacción pueden confiar en el art. 56 (I) del Tratado CE. En este sentido, es significativo que las transacciones aparezcan para uno de los participantes en la transacción como interna, porque protege la libertad en igualdad de condiciones tanto de la inversión (adquisición) y de la inversión (liquidación). A modo de ejemplo, la compra de bienes inmuebles por una persona presente en el mismo Estado (miembro) en que se encuentra la propiedad de otra persona que resida en otro Estado (miembro) aparece para el comprador como una inversión en su propio Estado de residencia. Sin embargo, para el vendedor es la liquidación de una inversión transfronteriza. Así, la operación en su conjunto posee un elemento transfronterizo.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 63.

⁴³⁹ En suma, *una transacción determinada debe ser juzgada por lo tanto en el contexto de todas las circunstancias fácticas y jurídicas disponibles de forma individual. En particular, el objetivo económico perseguido por la transacción, la consecuencia jurídica de derecho privado prevista, los objetivos del Tratado y el sistema, así como la función de las libertades fundamentales serán criterios para la evaluación. Con el fin de lograr el objetivo de una asignación de capital óptima en la mayor medida posible, y por lo tanto, dotar a la libertad con la mayor eficacia ("efecto útil"), se precisa una comprensión más amplia del término "movimiento de capital". Así, la noción de "movimiento de capital" comprende no sólo la "transferencia real", sino también las actividades en el período previo a la misma, así como las actividades de seguimiento.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 57.

⁴⁴⁰ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 63.

anteriormente, el Tratado no contiene una definición de lo que debe entenderse por capital. HINDELANG precisa que el Tratado liberaliza el flujo de un factor de producción, el "movimiento de capital". Sin embargo, no dice nada sobre qué es exactamente lo que se entiende por la noción de "movimiento de capital"⁴⁴¹. Tan sólo el artículo 64, apartado 1 TFUE nos ofrece algún ejemplo de supuestos concretos como las inversiones directas⁴⁴².

La delimitación del concepto de movimiento de capital debe ser, en una primera instancia, un ejercicio basado en criterios económicos. Como hemos indicado más arriba, el Mercado Interior es un instrumento de integración basado en actividades económicas y esta noción impregna las libertades fundamentales. No obstante, en algunos casos el elemento económico es insuficiente sobre todo a la hora de subsumir una categoría en una u otra libertad fundamental. Ello hace necesario recurrir a nociones jurídicas a la hora de situarnos en uno u otro capítulo del Tratado⁴⁴³.

⁴⁴¹ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 42.

⁴⁴² Según HINDELANG, *el contenido y el significado de la expresión "movimiento de capital" en el Art. 56 (1) CE sólo pueden desarrollarse a partir de una visión integral del Tratado CE, basándose en particular en el sistema y los objetivos, así como en el flujo de la génesis del capítulo relativo a la libre circulación de capitales. A diferencia de otros conceptos básicos de libertad fundamental, como establecimiento, la expresión "movimientos de capital" no se define por el Tratado CE. El texto fue redactado intencionalmente de manera abierta por los autores del Tratado con el fin de dotar a la libertad con la flexibilidad necesaria para cubrir las diferentes facetas de la realidad económica y hacer la libertad capaz de acomodarse a la evolución futura de los mercados de capitales. Sólo aspectos individuales de la idea se pueden deducir de disposiciones dispersas en el Tratado CE, de los cuales del Art. 57 (1) CE proporciona un ejemplo: el movimiento de capitales, entre otras cosas, debe incluir las llamadas "inversiones directas"*. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 43-44.

⁴⁴³ El estudio de la macro y microeconomía cobran importancia no sólo en el ámbito de los movimientos de capitales, sino de todas las libertades fundamentales de importancia debido al hecho de que las libertades tienen como objetivo proteger la actividad económica en sus diversas formas. Sin embargo, la multitud de definiciones de «capital» y «movimientos de capitales» existentes en macro y microeconomía añaden ciertamente otro desafío para la aclaración del término "movimiento de capital" en la CE. Sin embargo, esto no quiere decir que la comprensión de la realidad económica de una determinada operación no se tendrá en cuenta o será descuidada. Sin saber el objetivo económico detrás de ella,

Siguiendo a HINDELANG debemos advertir que, aunque un enfoque económico facilite la comprensión, no es definitivo para delimitar la noción de capital a efectos del Derecho originario⁴⁴⁴. Desde el punto de vista económico, el primer problema que se plantea radica en la distinción entre capital real y capital financiero. El capital real aludiría a los bienes de producción, es decir, los activos tangibles e intangibles destinados al proceso productivo. Por su parte el capital financiero denota las magnitudes monetarias que sirven de soporte a las transacciones⁴⁴⁵.

podría ser imposible clasificar una transacción en los diferentes ámbitos de las libertades fundamentales contenidas en el Tratado. Sin embargo, además de los problemas terminológicos, la finalidad económica perseguida por una determinada transacción no es obvia necesariamente. En este sentido, también podría ser útil tener en cuenta las consecuencias jurídicas de derecho privado buscadas que forman la base de la transacción en cuestión con el fin de atribuir una determinada transacción a una libertad fundamental determinada. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 45.

⁴⁴⁴ *Aunque la sistematización económica facilite la comprensión, no hace falta decir que el uso económico del término, que en sí está cargado de imprecisiones, no es del todo congruente con el reconocimiento legal del término "capital" en el derecho comunitario.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 46.

⁴⁴⁵ *El proceso de desarrollar la comprensión del término "capital" en el derecho comunitario debe empezar, en primer lugar, por buscar en la noción económica del término "capital". En términos económicos -aunque el significado preciso del término nunca ha sido definido de manera concluyente y depende en gran medida de la perspectiva teórica del observador, como se ha mencionado anteriormente- se puede caracterizar el "capital" de la siguiente manera: El término "capital" en la teoría económica moderna se refiere , por una parte, a los factores ("producidos") de producción, denominados capital real, a saber, que se pueden utilizar directamente como insumos productivos duraderos para la producción adicional, tales como maquinaria, fábricas, o productos intermedios. Por otra parte, denota el capital financiero que consiste, por ejemplo, en los ahorros o préstamos bancarios no invertidos o no consumidos, que pueden ser empleados para adquirir otros factores de producción, la tierra y mano de obra, pero también se puede convertir en capital real. En este sentido, el capital financiero constituye un insumo indirecto o potencial para la producción posterior. Por otra parte, el capital financiero se refiere también a los derechos de disposición sobre los bienes de capital que tienen un valor monetario por sí mismos y son libremente transferibles, es decir, independientemente del capital real. El mejor ejemplo de esto serían las acciones.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press.

Según este autor, la gran mayoría de los comentaristas afirman, a menudo sin la menor explicación, que el "capital" en el sentido del Tratado se refiere al capital financiero y al capital real⁴⁴⁶. MOHAMED, por su parte, considera que la cuidadosa terminología que emplea el Tratado sugiere que debe entenderse en el sentido de que se refiere al capital financiero⁴⁴⁷.

A nuestro juicio, limitar la noción al capital financiero no es correcto. En primer término, la terminología que emplea el Tratado no responde a la "cuidadosa selección" de que habla MOHAMED. En efecto, el artículo 64 TFUE alude expresamente a las inversiones directas, incluidas las inmobiliarias y el establecimiento, es decir la denominada inversión en nuevas instalaciones⁴⁴⁸. Además, desde el punto de vista sistemático, la referencia del artículo 65, apartado 2 TFUE a la libertad de establecimiento no tendría sentido si la libre circulación de capitales sólo tuviera un contenido financiero. Finalmente, tampoco tendría sentido la separación en dos apartados distintos de la libre circulación de capitales y de pagos que realiza el artículo 63 TFUE.

A estos razonamientos podemos añadir con HINDELANG un enfoque funcional y razones de coherencia. Desde el punto de vista funcional, la lógica del Mercado Interior y de la liberalización con la finalidad de garantizar una asignación óptima de capitales exige que se tome la noción de capital real⁴⁴⁹. Desde el punto de vista de

Nueva York: 2009. Pág. 45-46.

⁴⁴⁶ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 47.

⁴⁴⁷ *El uso cuidadoso y selectivo en el capítulo sobre el capital de palabras como "invertir", "pagos" "autorizaciones de cambio", "sistema de crédito", "préstamos", "mercado de capitales", "financiación directa o indirecta" claramente sugieren que debe entenderse en el sentido de capital financiero.* MOHAMED, Sideek. *European Community law on the free movement of capital and EMU*. Kluwer Law International. La Haya: 1999. Pág. 47.

⁴⁴⁸ Greenfield investment.

⁴⁴⁹ *Enfocando esta cuestión desde una perspectiva funcional, cabe recordar que el espíritu y propósito de Art. 56 (1) CE son en particular garantizar la asignación óptima de capital. La asignación óptima del capital significa que el capital se coloque donde genere los mejores resultados, es decir, donde el destinatario del capital puede permitirse pagar el interés más alto porque puede utilizar el capital en la*

coherencia, no resulta razonable a los efectos de las libertades fundamentales someter a un trato diferente una misma inversión en función de que se instrumente o no a través de cauces financieros⁴⁵⁰.

Desde una óptica jurídica, lo cierto es que, desde el Tratado de Maastricht, la libre circulación de capitales tiene efecto directo, pero el Derecho originario no tiene una definición legal de movimiento de capitales. Hasta ese momento, como hemos visto anteriormente, correspondía al Consejo determinar qué movimientos de capitales eran liberalizados y ejerció esa potestad de liberalización mediante un sistema de listas a través de Directivas, la última de ellas la Directiva 88/361.

En este contexto, las listas de esta Directiva se presentaron como un instrumento sumamente útil para concretar la noción de movimientos de capital. Así en 1996 el Abogado General LENZ señaló que las disposiciones introducidas en el Tratado de Roma mediante el Tratado de la Unión Europea en relación con la libre circulación de capitales y de pagos se basan en los principios definidos en la Directiva 88/361⁴⁵¹. Más tarde, fue el propio Tribunal en la Sentencia Trummer y Mayer quien, tras reconocer que el Tratado no define conceptos de movimientos de capitales y de pagos⁴⁵², aludió a la Directiva 88/361. El Tribunal reconoció que en la medida en que el Tratado ha

producción más eficientemente. La idea fundamental de la definición de capital a los efectos del Art. 56 (1) CE es por consiguiente con fines productivos, una comprensión que fue, en esencia, confirmada también por el Tribunal en Luisi y Carbone. HINDELANG, Steffen. The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 47.

⁴⁵⁰ Efectivamente, la exclusión del capital real del ámbito del Art. 56 (1) CE llevaría también a resultados ciertamente insatisfactorios. Consideren la posibilidad de una inversión en especie, tomando la forma de un bien de capital mobiliario como la maquinaria, y por otro lado, el capital financiero introducido en una empresa. No sería comprensible que, a pesar de que ambas contribuciones persigan el mismo objetivo económico de usar el capital de una manera productiva, el primero fuera tratado de manera diferente de este último en términos de las libertades aplicables. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 47.

⁴⁵¹ Conclusiones presentadas por el Abogado General LENZ en el asunto Comisión/Italia, C-101/94, EU:C:1996:115, apartado 19.

⁴⁵² Sentencia Trummer y Mayer, C-222/97, EU:C:1999:143, apartado 20.

reproducido en lo fundamental el contenido del artículo 1 de la Directiva 88/361 la Nomenclatura de los movimientos de capitales que la acompaña como anexo mantiene el valor indicativo que le era propio antes de su entrada en vigor para definir el concepto de movimientos de capitales, entendiéndose que, conforme a su introducción, la lista que incluye no tiene carácter exhaustivo⁴⁵³. Si bien el Abogado General RUIZ-JARABO se mostró muy crítico con este enfoque⁴⁵⁴, esta doctrina se ha convertido posteriormente en una cláusula de estilo reiterada hasta la saciedad por el Tribunal⁴⁵⁵.

Desde el punto de vista doctrinal, ya en 1999 MOHAMED defendió incluso que a pesar de la reforma de los Tratados debía conservarse la Directiva 88/361⁴⁵⁶. BENYON, consciente de las limitaciones de la Directiva, recuerda que *el anexo de la Directiva, a pesar de su inspiración económica, y aunque ya no está en vigor, es por lo tanto una fuente indicativa importante para la interpretación del Tribunal, si bien, se recuerda, no es exhaustiva. Tampoco, lo que es más importante aún, trata de la relación entre las libertades del Tratado*⁴⁵⁷.

Precisamente estas limitaciones son las que llevan a TORRENT a efectuar una

⁴⁵³ Sentencia Trummer y Mayer, C-222/97, EU:C:1999:143, apartado 21.

⁴⁵⁴ Según el Abogado General RUIZ-JARABO, para dotar de contenido al concepto de movimientos de capitales y de pagos, el Tribunal de Justicia debe acudir a las técnicas consagradas de interpretación. Se le antojaba particularmente inadecuado servirse de actos de derecho derivado para inquirir el significado de una de las libertades fundamentales previstas en el Tratado. Como tampoco tendría relevancia alguna, a efectos de la calificación jurídica de una restricción, que el Estado demandado o una parte coadyuvante la acepte o la rechace. Conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-463/00 y C-98/01 Comisión/España y Comisión/Reino Unido, EU:C:2003:71, apartado 36.

⁴⁵⁵ V.gr. Sentencias Trummer y Mayer, C-222/97, EU:C:1999:143, apartados 20 y 21; Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326, apartado 37; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 36; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 37; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 52; 13 de mayo de 2003, Comisión/Reino Unido (C-98/01, Rec. p. I-4641), apartado 39; Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350, apartado 27; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 17; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 32.

⁴⁵⁶ Vid. MOHAMED, Sideek. *European Community law on the free movement of capital and EMU*. Kluwer Law International. La Haya: 1999. Págs. 111 y ss.

⁴⁵⁷ BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 15

crítica muy severa de la jurisprudencia con ocasión de analizar los casos de la acción de oro. Según este autor *esta referencia a la directiva, recogida de las alegaciones de la Comisión (¡y no combatida por las partes demandadas!) está completamente fuera de lugar. En efecto, nadie parece haber leído con atención el referido Anexo I de la directiva 88/361. Si se lee, se descubre que la «nomenclatura» de los movimientos de capitales sirve tan sólo para clasificarlos en función de su destino, pero no los define. Bien al contrario, el anexo incluye una definición específica de los movimientos de capitales*⁴⁵⁸. A su juicio, *este descubrimiento tiene una importancia decisiva. En efecto, a la hora de hacer trabajo en serio y legislar sobre movimiento de capitales, ni los propios directores generales del Tesoro que elaboraron la Directiva se atrevieron a confundir las nociones de movimiento de capitales y de derecho de establecimiento tal como han quedado confundidas en la jurisprudencia «golden share». [...], la directiva distingue entre el régimen general de las operaciones sobre activos financieros y monetarios (descrito en los cinco guiones que acabo de reproducir), por un lado, y el de las actividades económicas en función de las cuales se efectúan aquellas operaciones, por el otro. Liberaliza el primero y simplemente utiliza las segundas para clasificar, en función de su destino, aquellas operaciones. No puede, pues, tomarse la directiva como argumento para subsumir en el primero las segundas (las actividades económicas tratadas en el capítulo relativo al derecho de establecimiento y otros capítulos del Tratado)*⁴⁵⁹.

Sin asumir hasta sus últimas consecuencias estos planteamientos, lo cierto es que la aplicación de la Nomenclatura incluida en el anexo de la Directiva 88/361 plantea ciertos problemas que se revelan de manera específica en el caso de la inversión extranjera. El primer problema se plantea respecto de la interpretación del concepto de inversión extranjera directa al que, como ya hemos indicado, se alude en el artículo 64 TFUE⁴⁶⁰. El segundo problema se plantea en lo referente a la relación de la libre

⁴⁵⁸ TORRENT, Ramón. *Derecho comunitario e Inversiones extranjeras directas: Libre circulación de capitales vs. Regulación no discriminatoria del establecimiento. De la golden share a los nuevos open skies*. Revista española de derecho europeo, N.º. 22, 2007. Pág. 303.

⁴⁵⁹ TORRENT, Ramón. *Derecho comunitario e Inversiones extranjeras directas: Libre circulación de capitales vs. Regulación no discriminatoria del establecimiento. De la golden share a los nuevos open skies*. Revista española de derecho europeo, N.º. 22, 2007. Pág. 304.

⁴⁶⁰ No en vano, como previene HINDELANG, *el artículo 56 (1) CE declara todos los movimientos de*

circulación de capitales con la libertad de establecimiento.

3.3.3.- Clase de inversión: la inversión extranjera directa en el TFUE.

En cuanto a la referencia a la inversión extranjera, la clasificación de una operación determinada como “inversión directa” o “inversión de cartera” es irrelevante a los efectos de que quede protegida por la libre circulación de capitales⁴⁶¹. El Tribunal de Justicia ha declarado que constituyen movimientos de capitales en el sentido del artículo 63 TFUE, apartado 1, en particular, las inversiones directas en forma de participación en una empresa mediante la posesión de acciones que confiera la posibilidad de participar de manera efectiva en su gestión y control (inversiones denominadas «directas») así como la adquisición de títulos en el mercado de capitales efectuada con la única intención de realizar una inversión, pero sin intención de influir en la gestión y el control de la empresa (inversiones denominadas «de cartera») ⁴⁶². Sin

*capitales libres de restricciones. Aunque no se mencione expresamente, difícilmente puede ponerse en duda que "la inversión directa" se subsume en el ámbito material de aplicación de la citada disposición, formando una (sub-)categoría de los movimientos de capitales. Esto ya se deduce del Art. 57 (1) CE, que establece excepciones a la libertad para, entre otras cosas, las medidas nacionales en materia de inversión directa con respecto a terceros países. Tal disposición no tendría sentido si la (sub-)categoría de inversión directa no se regulara en el artículo 56 (1) del Tratado CE. Por otra parte, la Directiva de Movimientos de Capital, que aún tiene valor indicativo para la interpretación de la noción de "movimiento de capital", menciona la "inversión directa" en su anexo I bajo la rúbrica I. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 66.*

⁴⁶¹ *Dentro del ámbito del artículo 56 (1) CE la clasificación de una transacción en una u otra categoría de movimiento de capital, de acuerdo con la nomenclatura no tiene ningún impacto sobre la aplicabilidad de la libertad, que protege el libre flujo de los movimientos en general. A modo de ejemplo, carece de importancia para el Art. 56 (1) CE, que la "línea divisoria" entre la inversión directa y de cartera funcione en realidad. Si el grado de control que un inversor puede posiblemente ejercer sobre la inversión es inferior a un umbral determinado- cualquiera que sea la forma en la que este umbral se define- entonces el inversor está protegido y no como "inversión directa", sino como "inversión de cartera". Ambas categorías están cubiertas en pie de igualdad por el ámbito de aplicación del artículo 56 (1) del Tratado CE. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 69.*

⁴⁶² *Sentencias Trummer y Mayer, C-222/97, EU:C:1999:143, apartado 21; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartados 36 y 37; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273, apartados 39 y 40;*

embargo, cuando acudimos a las excepciones a la obligación de liberalizar contenidas en el artículo 64 TFUE, se hace preciso delimitar cuidadosamente una categoría y otra⁴⁶³.

Desde el punto de vista conceptual, la distinción entre una y otra es relativamente sencilla. La inversión es directa cuando el inversor persigue tomar el control de la actividad económica y es de cartera cuando únicamente espera obtener una retribución por ese capital⁴⁶⁴. En esta línea las Notas Explicativas de la Directiva 88/361 indican que es inversión directa *cualquier tipo de inversión efectuada por personas físicas, empresas comerciales industriales o financieras, y que sirva para crear o mantener relaciones duraderas y directas entre el proveedor de fondos y el empresario, o la empresa a la que se destinan dichos fondos para el ejercicio de una actividad económica. Así pues, este concepto debe entenderse en su sentido más amplio.*

El recurso de esta definición para delimitar qué es una inversión directa no está exento de dificultades, habida cuenta de que fue elaborado en un contexto normativo muy distinto al actual. En efecto, como recuerda HINDELANG esta definición se

Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 19; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 49; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 46; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 47.

⁴⁶³ Como explica HINDELANG, *la clasificación de los movimientos de capital, sin embargo, se vuelve repentinamente relevante repentino cuando vamos al Art. 57 (1) del Tratado CE. Constituye una excepción a la obligación de liberalizar todos los movimientos de capital erga omnes para ciertas categorías de movimientos de capitales, entre otras cosas, a las inversiones directas. Es evidente que el empuje de Art 57 (1) CE es diametralmente opuesto al del Art 56 (1) CE.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law.* Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 69.

⁴⁶⁴ *Hablando en términos económicos, la inversión directa se produce cuando un inversor adquiere el control sobre la gestión de las actividades económicas, por ejemplo, a través de la adquisición de una participación mayoritaria en una empresa cotizada. El rasgo distintivo es que el inversor se coloca en una posición para perseguir objetivos empresariales. Por el contrario, si el inversor no adquiere el control sobre la toma de decisiones a nivel microeconómico, se habla de la inversión de cartera, que constituye el antónimo a la inversión directa.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law.* Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 64.

elaboró con vistas a la liberalización de movimientos de capital dentro de la Comunidad Europea, y en ningún caso para limitar el alcance de la liberalización⁴⁶⁵. Por el contrario, *las actuales disposiciones sobre libre circulación de capitales han creado una situación completamente diferente, con la consecuencia de que una interpretación amplia (en el sentido de un umbral bajo) de la noción de "inversión directa" conduciría a un resultado muy distinto al inicialmente previsto en el momento de la adopción de la Directiva de Movimientos de Capital*⁴⁶⁶. Si se toma al pie de la letra las indicaciones de las Notas Explicativas, habría que interpretar una noción amplia de inversión directa, que no se compadecería con la referencia que se hace a este concepto en la excepción contenida en el artículo 64 TFUE⁴⁶⁷. En consecuencia, es preciso delimitar con precisión este concepto para alcanzar el equilibrio entre las finalidades del artículo 63 y 64 TFUE.

⁴⁶⁵ [...] las definiciones de la Directiva de Movimientos de Capital, que implementa el Art. 67 CEE, fueron adoptadas con vistas a la liberalización de los movimientos de capital dentro de la Comunidad, cf Art 1 (1) primera frase, de la Directiva. La nomenclatura del Anexo I se utiliza para especificar e ilustrar la diversidad de las diferentes transacciones a fin de "facilitar la aplicación de la presente Directiva". Sin embargo, ninguna categoría de movimientos de capital fue seleccionada de la lista que figura en el anexo I, a fin de limitar el alcance de la liberalización con respecto a ellos. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 68.

⁴⁶⁶ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 68.

⁴⁶⁷ Si uno toma a continuación las Notas Explicativas de la Directiva en serio, de una manera no reflexiva, entonces también se podría pensar en la interpretación del concepto de "inversión directa" en el contexto del artículo 57 (1) CE en un sentido amplio (en el sentido de un umbral bajo). En consecuencia, esto significaría dar una interpretación amplia del Art 57 (1) del Tratado CE. En este punto, si no antes, uno debe hacer una pausa por un momento para considerar, en esencia, lo que se haría si se siguiera el camino antes descrito y volviera a su vez una definición elaborada con vistas a la liberalización en la máxima medida posible, en todo lo contrario. Uno podría, de hecho, limitar la libertad en la máxima medida posible. Es, sin embargo, evidente que esta interpretación está en contradicción con el axioma básico de la hermenéutica de interpretar las excepciones en sentido estricto. Si se considera, además, que la nomenclatura de la Directiva es de carácter indicativo y no vinculante y debe, por tanto, no ser capaz de anular las reglas fundamentales de la construcción, la interpretación descrita parece aún más dudosa. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 69.

El rasgo característico de la inversión directa es que el inversor debe encontrarse en una posición de perseguir sus objetivos empresariales. Según *HINDELANG* hay dos formas en que esto se puede hacer: o bien mediante la participación en la gestión o por el control de la inversión. *Sin embargo, los dos términos no se entienden antitéticamente, sino que el primero no es más que una mera variedad "más activa" de este último: el inversor que participa en la gestión de la empresa participa activamente en el ejercicio del día a día de la dirección ejecutiva, administrativa y de supervisión. El control es el término más amplio, más general que denota el ejercicio de restringir o dirigir la influencia sobre la empresa, que toma muchas formas. La cuestión de si un inversor adquiere el control necesario sobre las actividades económicas -como ya se ha explicado conceptualmente- debe determinarse de manera objetiva. Las Notas Explicativas asumen este planteamiento al afirmar que el accionista debe estar "habilitado" para participar en el control de la empresa⁴⁶⁸.*

De este modo, lo decisivo es encontrar unos criterios objetivos que permitan determinar cuándo se está en condiciones de controlar la actividad económica. El recurso a criterios subjetivos, es decir, los vinculados a la intención del inversor no es operativo, ya que aquellos no son fácilmente determinables y por ello se deben apoyar en indicios objetivos⁴⁶⁹. En este ejercicio la noción de inversión directa debe construirse sobre dos pilares conceptuales. Por un lado, debemos detenernos en la forma en que debe ejercerse ese control. Por otro, es preciso determinar el umbral a partir del cual se está en disposición de hacerlo efectivo.

Como advierte *HINDELANG*, la forma en la que se puede ejercer el control

⁴⁶⁸ *HINDELANG*, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 70-71.

⁴⁶⁹ *Esto se debe determinar de forma objetiva, es decir, que la mera posibilidad de control sobre las actividades económicas es suficiente. El punto de vista opuesto, que exige, además de la posibilidad fáctica, la intención real del inversor para ejercer el control, es poco factible. La intención del inversor en el momento de la transacción es muy difícil de determinar. Por lo tanto, el enfoque subjetivo también debe tener en cuenta criterios objetivos, que a su vez constituyen la prueba de la intención del inversor.* *HINDELANG*, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 65.

puede ser muy diversa. La manera más elemental es la aportación de fondos propios, pero existen otras aportaciones más elaboradas como ciertas formas de crédito o de préstamo⁴⁷⁰, señaladamente los préstamos participativos definidos por las Notas Explicativas como *los préstamos por un período superior a cinco años destinados a crear o a mantener vínculos económicos duraderos*⁴⁷¹; la reinversión de beneficios⁴⁷²; la

⁴⁷⁰ Después de haber concluido que es mejor establecer la noción de control objetivamente, uno debe preguntarse en función de qué criterios se determinará la posibilidad de ejercer control. La posibilidad de influir en las actividades económicas por lo general viene de la adquisición de una participación en una empresa en concepto de aportación de fondos propios. Sin embargo, la aportación de capital de crédito, en forma de préstamos o la reinversión de las ganancias, entre empresas participadas mediante acciones o incluso entre empresas afiliadas por cualquier participación en los fondos propios también puede conducir a la posibilidad de influencia empresarial. En este último caso, es decir, la aportación de capital de crédito a una empresa no afiliada con ninguna participación accionarial, la posibilidad de ejercer una influencia empresarial en general se derivará de un préstamo participativo u otros acuerdos especiales, tales como la subcontratación, los contratos de gestión, contratos llave en mano, o franquicias. Además, la integración de ambas empresas mediante la transferencia de técnicas y conocimientos comerciales, bienes inmateriales, y/o la propiedad intelectual puede ser de importancia para el ejercicio de la gestión de control. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 65.

⁴⁷¹ La definición deja claro ("...de carácter participativo...") que el vínculo entre el prestatario y el prestamista debe ir más allá de la mera puesta a disposición del capital de crédito. Con el fin de caracterizar un préstamo como inversión directa, las condiciones en que se adelanta el préstamo deben colocar al prestamista en una posición en la que las decisiones empresariales principales o importantes en la empresa vinculada no puedan ser adoptadas sin su aprobación; en principio, lo mismo que se ha argumentado anteriormente con respecto a la relación entre el inversor y la inversión en el contexto de las participaciones se aplica *mutatis mutandis* aquí también. El periodo de más de cinco años mencionado en la definición no parece ser un criterio de exclusión si no es respetado. No hay ninguna razón para que un préstamo que debe ser devuelto después de cuatro años, pero que se concede de manera que asegura un cierto grado de influencia significativa sobre una empresa, no deba considerarse como una "inversión directa". Además, en este contexto, la prueba esencial es si el prestamista puede ejercer el control sobre la empresa del prestatario, lo que se evalúa más apropiadamente de forma individual. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 72.

⁴⁷² La nomenclatura menciona bajo la rúbrica 1.4 la reinversión de los beneficios con el fin de mantener vínculos económicos duraderos. En tal caso, el inversor ya está en condiciones de ejercer un control sobre las actividades empresariales de la empresa que genera las ganancias que reinvierte más tarde. La

adquisición de inmuebles⁴⁷³; o la creación y adquisición de sucursales o filiales⁴⁷⁴. Por el contrario, aun siendo movimientos de capitales, no estarían incluidas las transferencias en caso de inmigración que son calificadas en el Anexo I bajo el concepto XI.F de la Directiva como “movimientos de capitales de carácter personal”⁴⁷⁵.

reinversión consolida su posición. La referencia explícita probablemente se remonta a la voluntad de los redactores de dejar claro que las reinversiones de las ganancias -aunque ellas mismas no sean transferidas a través de fronteras- también estaban cubiertas por la Directiva. En esencia, la inclusión de las reinversiones de los beneficios indica una perspectiva basada en la balanza de pagos tomada durante la redacción de la Directiva, ya que se contabilizan como inversiones directas en la balanza de pagos.

HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 72-73.

⁴⁷³ *Aunque no se mencione explícitamente en la rúbrica 1 de la nomenclatura, la adquisición de bienes inmuebles con la que se puedan perseguir fines empresariales constituye una “inversión directa”. Esto se puede deducir de la rúbrica del título II de la nomenclatura, que habla de “Inversión en Bienes Raíces (sin incluir las categorías I)”, por lo que - "argumentum a contrario sensu" – los bienes inmuebles con fines empresariales están cubiertos por la rúbrica 1 de la Nomenclatura. La frase “las inversiones directas, incluidas las inmobiliarias” en el Art. 57 (1) CE debe interpretarse de la misma manera: bienes inmuebles con los que se puede perseguir fines empresariales constituye una subcategoría de “inversión directa”. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 73.*

⁴⁷⁴ *Hasta ahora no he hablado de la “creación y ampliación de sucursales o de nuevas empresas pertenecientes exclusivamente al proveedor de fondos, y la adquisición total de empresas existentes”. La realización de todas las acciones en manos de una sola persona constituye la variedad más inequívoca de la inversión directa: “puesto que todas las acciones son propiedad de una sola persona. El único dueño de todas las acciones de una empresa puede tomar decisiones acerca de las actividades de la empresa por su cuenta: no hay nadie más que tenga derecho a decidir cuyos puntos de vista se debe prestar atención. Sólo la forma jurídica de la empresa lo distingue de un comerciante individual, como este último, que es una posición para dirigir las actividades de la empresa en cuestión”. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 73. En el mismo sentido las Conclusiones presentadas por el Abogado General ALBER en el asunto Baars, C-251/98, EU:C:1999:502, apartado 34.*

⁴⁷⁵ *La situación que acabamos de describir, sin embargo, no debe confundirse con la de "emigración", es decir, el traslado completo de un país a otro. A modo de ejemplo, el establecimiento de una persona (extranjera) empleada por cuenta propia en un estado miembro que financia su establecimiento en el país anfitrión con el dinero traído con él no constituye inversión directa, debido al hecho de que no existe un financiador independiente en otro país que ejerza el control empresarial sobre el negocio. El movimiento de medios financieros puede, sin embargo, calificarse todavía como movimiento de*

De acuerdo con la jurisprudencia, constituyen movimientos de capitales en el sentido del artículo 63 TFUE, apartado 1, en particular, las inversiones directas, es decir, tal como se deduce de la nomenclatura anexa a la Directiva 88/361/CEE y de las notas explicativas relacionadas con ella, cualquier tipo de inversión efectuada por personas físicas o jurídicas y que sirva para crear o mantener relaciones duraderas y directas entre el proveedor de fondos y la empresa a la que se destinan dichos fondos para el ejercicio de una actividad económica. Este objetivo presupone que las acciones que posee el accionista le ofrecen la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad⁴⁷⁶. Por lo que respecta a las participaciones en empresas nuevas o existentes, como confirman dichas notas explicativas, el objetivo de crear o mantener vínculos económicos duraderos exige que las acciones que posee el accionista le ofrezcan, ya sea en virtud de las disposiciones de la legislación nacional sobre las sociedades por acciones o de otra forma, la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad⁴⁷⁷.

A la hora de determinar el umbral a partir del cual se está en disposición de hacer efectivo el control no resulta sencillo dar una solución abstracta. No se puede dar una respuesta general, sino que habrá que dar una respuesta para cada situación concreta en función del régimen aplicable, especialmente el determinado por el Derecho de

capitales. La Directiva de Movimientos de Capital indica en el anexo I de la rúbrica XI.F que la "transferencia de activos efectuada por residentes en el caso de la emigración, en el momento de su instalación o durante su periodo de estancia en el extranjero" es constitutiva de movimiento de capitales.

HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 73-74.

⁴⁷⁶ Sentencias Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 18; Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752, apartado 20; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartados 18 y 19; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 32; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 35; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 42; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 43.

⁴⁷⁷ Sentencias Test Claimants in the FII Group Litigation, C-446/04, EU:C:2006:774, apartado 182; Holböck, C-157/05, EU:C:2007:297, apartado 35; Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 18; Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752, apartado 20; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartados 18 y 19; y Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 33.

Sociedades⁴⁷⁸. Las referencias en el ámbito internacional, como la del 10% del poder de voto contenida en la “Definición Marco de Inversión Extranjera Directa” de la OCDE⁴⁷⁹ y en el Manual de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Fondo Monetario Internacional (MBP)⁴⁸⁰, no son concluyentes y tienen una finalidad meramente estadística. Tampoco son definitivas las referencias incluidas en el Derecho Derivado. En materia mercantil, oscilan entre un 20% en materia de cuentas consolidadas⁴⁸¹ y un 10% en materia de consolidación fiscal⁴⁸². En resumen se trata de meras referencias que no permiten concluir que se esté en presencia de un control real y efectivo⁴⁸³.

⁴⁷⁸ *Los criterios indicados a modo de ejemplo anteriormente, cuando concurren en la persona del inversor privado, no le sitúan en todo caso automáticamente en la posición real de ejercer control sobre una empresa. La cuestión de cuándo una inversión pasará de ser de cartera a una inversión directa no se puede contestar en términos abstractos, sino que debe evaluarse en cada caso particular, teniendo en cuenta en particular las condiciones previstas en el derecho de sociedades en las que está inmersa la empresa. Establecer arbitrariamente determinados umbrales, como el que se encuentra en la definición de referencia de inversión extranjera directa de la OCDE que requiere una participación del "10 por ciento o más de las acciones ordinarias o de los votos" en la inversión, podría ser suficiente para fines estadísticos como, por ejemplo, para la elaboración de la balanza de pagos que requiere criterios claramente definibles y revisables fácilmente. Sin embargo, ello no justifica necesariamente la conclusión de que en cada caso el inversor está en posición real de ejercer control sobre las actividades empresariales de la inversión.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 66.

⁴⁷⁹ OCDE. *Definición Marco de Inversión Extranjera Directa*. 4ª Edición. 2008. Apartado 11.

⁴⁸⁰ FMI. *Manual del Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del Fondo Monetario Internacional (MBP)*. Apartado 6.12.

⁴⁸¹ Artículo 2, apartado 2 de la Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo; DO L 182 de 29.6.2013, p. 19/76.

⁴⁸² Artículo 3 de la Directiva 2011/96/UE del Consejo, de 30 de noviembre de 2011, relativa al régimen fiscal común aplicable a las sociedades matrices y filiales de Estados miembros diferentes; DO L 345 de 29.12.2011, p. 8/16. Modificada últimamente por Directiva 2013/13/UE del Consejo, de 13 de mayo de 2013, por la que se adaptan determinadas Directivas en el ámbito de la fiscalidad, con motivo de la adhesión de la República de Croacia; DO L 141 de 28.5.2013, p. 30/31.

⁴⁸³ *En cuanto al "quantum necesario" para decir que un inversor efectivamente participa en la gestión o*

Este enfoque ha sido precisamente el que ha seguido el Tribunal de Justicia. Así, el Abogado General MENGOZZI ha advertido que la delimitación general entre inversiones de cartera y directas es un ejercicio que resulta vano, puesto que depende de las circunstancias propias de cada asunto⁴⁸⁴.

Con carácter general, el Tribunal de Justicia ha señalado que participaciones inferiores al 10% del capital en una sociedad no confieren la posibilidad de ejercer una influencia efectiva en las decisiones de las sociedades interesadas ni de determinar sus actividades⁴⁸⁵. Sin embargo, en el caso de servicios públicos, no cabe excluir que, en el caso de sociedades en las que el accionariado está, en general, muy disperso, los titulares de participaciones que correspondan a al menos un 5 % de los derechos de voto o, en su caso, el porcentaje inferior fijado por la autoridad competente, tengan la facultad de ejercer una influencia efectiva sobre la gestión de dicha sociedad y de determinar sus actividades⁴⁸⁶. No obstante, según el Tribunal, no necesariamente todas las adquisiciones de participaciones en una sociedad superiores al 10 % de su capital social ni todas las adquisiciones directas de activos permiten ejercer una influencia real en las decisiones de una sociedad y determinar sus actividades⁴⁸⁷.

control de una inversión, se podría pensar que precisa la mayoría de los derechos de voto y/o acciones si uno busca un umbral fijo. Siguiendo la misma línea sería una sugerencia buscar en el Derecho Comunitario derivado para utilizar los umbrales ahí establecidos í. Las normas internacionales, tales como la que se encuentra el Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional, también ofrecen un umbral. Sin embargo, todos esos "números mágicos" no ofrecen una respuesta a si un inversor está, de hecho, en condiciones de ejercer control sobre su inversión, sino que dichos umbrales fijos son utilizados para determinados fines estadísticos, por ejemplo, los que precisan unos criterios claramente fijados y fácilmente revisables. HINDELANG, Steffen. The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 71.

⁴⁸⁴ Conclusiones presentadas por el Abogado General MENGOZZI en el asunto Emerging Markets, C-190/12, EU:C:2013:710, apartados 65 y 66.

⁴⁸⁵ Sentencia Beker, C-168/11, EU:C:2013:117, apartado 29.

⁴⁸⁶ Sentencia Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 38.

⁴⁸⁷ Sentencias Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 37; ITEL CAR, C-282/12, EU:C:2013:629, apartado 22; y Kronos International, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 35.

En el caso de la adquisición de participaciones en una sociedad anónima estratégica que confieran derechos de voto que representen más del 20 % del capital social total, el Tribunal de Justicia consideró que únicamente resultarán afectados los accionistas que puedan ejercer una influencia efectiva en la gestión y el control de tal sociedad⁴⁸⁸. Por su parte, en el sector audiovisual, según la manera como esté distribuido el resto del capital social, en particular, si se halla disperso entre una gran cantidad de accionistas, puede bastar una participación del 25 % para tener el control de una sociedad o, al menos, ejercer una influencia efectiva sobre las decisiones de esa sociedad y determinar sus actividades⁴⁸⁹. En el caso de los accionistas que son titulares de más del 2,5 % de las acciones su participación en el capital social no es, en principio, suficiente para permitirles ejercer el control ni una influencia efectiva en las decisiones de la sociedad⁴⁹⁰.

En definitiva, como indica HINDELANG el criterio decisivo debe ser el que las decisiones de la empresa no se pueden adoptar sin el consentimiento del inversor⁴⁹¹. Esta noción presenta tres notas que la hacen especialmente idónea para delimitar el concepto de inversión directa.

En primer lugar, es una interpretación estricta que no limita de manera indeseable la libertad fundamental de circulación de capitales. De entrada, no reduce el ámbito de aplicación de la libre circulación de capitales, sino que únicamente delimita dos categorías dentro de ella. Además, asegura una interpretación ortodoxa y limitada de las excepciones contenidas en el artículo 64 TFUE cuya finalidad no es otra que eliminar las restricciones existentes respecto de los movimientos de capitales con terceros países⁴⁹².

⁴⁸⁸ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 23.

⁴⁸⁹ Sentencia Idryma Typou, C-81/09, EU:C:2010:622, apartado 51.

⁴⁹⁰ Sentencia Idryma Typou, C-81/09, EU:C:2010:622, apartado 52.

⁴⁹¹ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 71-72.

⁴⁹² Así HINDELANG señala que *con el fin de evitar las consecuencias recién descritas, este estudio sugiere interpretar el concepto de "inversión directa" en el contexto de la libre circulación de capitales en relación con el vínculo "permanente y directo" en un sentido estricto. Esta interpretación no tiene el efecto de reducir el ámbito de protección de Art. 56 (1) CE debido al hecho de que la "línea de*

En segundo término, es una interpretación que precisa de un examen individual de cada caso concreto. Como advierte HINDELANG *el rasgo distintivo de la noción de "inversión directa" es que el inversor se coloca en posición de ejercer control sobre las actividades empresariales, de tal manera que las decisiones empresariales principales o importantes no pueden ser adoptadas sin su consentimiento. Con el fin de evaluar si el inversor está en tal posición, el análisis debe ser llevado a las circunstancias reales de cada caso individual*⁴⁹³.

Finalmente, se trata de una interpretación que permite una coherencia y coordinación con el ámbito de aplicación de las demás libertades, especialmente, el de la libertad de establecimiento. Así, debemos precisar con USHER que, al analizar el anexo, *un problema que sigue siendo de importancia es que varias de estas definiciones se superponen con otras "libertades": así "inversiones directas" incluye "el establecimiento y ampliación de sucursales o de nuevas empresas pertenecientes exclusivamente al proveedor de fondos", lo que claramente constituye también el ejercicio de la libertad de establecimiento, y se puede sugerir que el funcionamiento de las cuentas corrientes y de depósito y préstamos, créditos y avales, todos implican la prestación de servicios, por poner algunos ejemplos*⁴⁹⁴. Pues bien, la coherencia con la

*demarcación" sólo se desplaza "internamente" entre las inversiones directas y de cartera, lo que no tiene impacto en el alcance material general de la libertad. Por otra parte, una lectura estricta de la noción de "inversión directa" asegura que la excepción a la libertad contenida en el artículo 57 (1) CE se interpreta estrictamente, lo que da la libertad de un amplio campo de aplicación como los objetivos del Tratado sugieren. Una interpretación estricta del concepto de "inversión directa", por supuesto, también conduce a un entendimiento limitado de la competencia para la adopción de medidas comunitarias en relación con el movimiento de capitales hacia o desde terceros países, que supongan inversiones directas, etc., que se encuentra en el Art. 57 (2) del Tratado CE. Este efecto parece ser aceptable, ya que este estudio percibe el Art. 57 (2) CE principalmente como un medio para eliminar las restricciones existentes respecto de los movimientos capital de terceros países en virtud del Art. 57 (1) del Tratado CE. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 69-70.*

⁴⁹³ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 74.

⁴⁹⁴ USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*, 31 *Fordham International Law Journal*. Vol. 31, 2007. Pág. 1538-1539.

libertad de establecimiento se garantiza si lo que HINDELANG denomina el “test de la influencia decisiva” de la libertad de establecimiento se realiza en términos homogéneos para calificar una inversión directa en atención a los vínculos duraderos entre el proveedor de fondos y la empresa⁴⁹⁵.

3.3.4.- Inversión extranjera directa y terceros Estados.

Ello nos lleva a analizar cómo interactúa la libre circulación de capitales con el derecho de establecimiento. Basta con examinar el texto del Tratado para verificar que los propios redactores eran conscientes de la relación que existe entre ambas libertades fundamentales y de que, en algunos casos, se pueden superponer. Por una parte, en sede de libre circulación de capitales, el artículo 65, apartado 2 TFUE indica que *“las disposiciones del presente capítulo no serán obstáculo para la aplicación de restricciones del derecho de establecimiento compatibles con los Tratados”*. Por otra parte, en el capítulo relativo al derecho de establecimiento, el párrafo 2º del artículo 49 señala que *“la libertad de establecimiento comprenderá el acceso a las actividades no asalariadas y su ejercicio, así como la constitución y gestión de empresas y, especialmente, de sociedades, tal como se definen en el párrafo segundo del artículo 54, en las condiciones fijadas por la legislación del país de establecimiento para sus propios nacionales, sin perjuicio de las disposiciones del capítulo relativo a los*

⁴⁹⁵ Las Notas Explicativas van más allá al afirmar que el concepto “debe [...] entenderse en su sentido más amplio”. Esta llamada a una aplicación de la noción de “inversión directa en su sentido más amplio”, a menudo reproducidas en la bibliografía sin ningún comentario adicional, no está exenta de problemas, y por lo tanto merece aquí una atención crítica. Este estudio sugiere que la frase “en su sentido más amplio”, por lo menos después de las reformas del Tratado de Maastricht debe entenderse en la forma en que las formas de inversión directa que se mencionan explícitamente en la rúbrica no constituyen una enumeración exhaustiva. Sin embargo, cualquier apelación a una comprensión amplia de la noción de “inversión directa” en la Directiva de Movimientos de Capital no debe utilizarse para reducir el umbral preciso necesario para identificar los vínculos “duraderos y directos entre el proveedor de fondos y el empresario o la empresa a cuya disposición se pone el capital para llevar a cabo una actividad económica”. Por el contrario, el lazo debe interpretarse estricta y fundamentalmente en términos paralelos al “test de la influencia decisiva” que exige el artículo 43 del Tratado CE para la calificación de un “establecimiento”. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 67-68.

capitales”⁴⁹⁶.

La propia Comisión en su Comunicación de 1997, al examinar las disposiciones pertinentes del Tratado⁴⁹⁷, puso de manifiesto que, mientras que las inversiones de cartera son una forma de libre circulación de capitales⁴⁹⁸ las inversiones directas entran además en el ámbito de aplicación del derecho de establecimiento⁴⁹⁹. En este sentido, advierte PUTEK que *las disposiciones del artículo 43 se aplican a las inversiones que otorguen el control de una empresa, pero no se aplican a aquellas que representan una*

⁴⁹⁶ Así lo ha subrayado PUTEK señalando que *con frecuencia hay una superposición entre la libre circulación de capitales y la libertad de establecimiento. En tales casos, la legislación relativa a la cualquiera de las libertades puede ser aplicable. Para agravar la confusión está la cláusula en el artículo 43 que establece que la libertad de establecimiento está "sujeta a las disposiciones del capítulo relativo a los capitales". Asimismo, el artículo 58 incluye la reserva de que el capítulo sobre el capital "se entenderá sin perjuicio de la aplicación de restricciones del derecho de establecimiento".* PUTEK, Christine O'Grady. *Limited But Not Lost: A Comment on the ECJ's Golden Share Decisions*. 72 Fordham L. Rev. 2219. 2004.. Pág. 2247

⁴⁹⁷ Comunicación de la Comisión relativa a determinados aspectos jurídicos que afectan a las inversiones intracomunitarias. Diario Oficial n° C 220 de 19/07/1997 p. 15 –18. Apartados 3 y 4.

⁴⁹⁸ En palabras de GIPPINI y RODRÍGUEZ MÍNGUEZ, *la adquisición de participaciones minoritarias, en las que predomina el aspecto de inversión financiera o "de cartera", no parece corresponder a un acto de "establecimiento", pues el accionista no dispone realmente de la posibilidad de ejercer una influencia decisiva en las instancias de toma de decisiones de la empresa. La restricción que padece un inversor que desea adquirir un paquete de acciones reducido no afecta a su libertad de establecimiento sino a su libertad de invertir su dinero libremente, es decir, a la libre circulación de capitales.* GIPPINI FOURNIER, Eric y RODRÍGUEZ MÍNGUEZ, José Antonio. “Golden shares” en la Comunidad Europea: ¿fin de la edad dorada? Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia. N° 220, 2002. Pág. 56.

⁴⁹⁹ Según GIPPINI y RODRÍGUEZ MÍNGUEZ, *tratándose de la adquisición de participaciones que den a su titular la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de la sociedad, parece más apropiado considerarla como ejercicio del derecho de establecimiento. Esta parece ser la postura de la Comisión en su Comunicación de 1997, comentada anteriormente, en la que recuerda que el párrafo segundo del artículo 43 CE incluye en la noción de establecimiento "la constitución y gestión de empresas y, especialmente, de sociedades", y considera que hay establecimiento cuando se adquiere el control o al menos la capacidad de participar en el control y gestión de la empresa. No obstante, no puede negarse que también en el caso de adquisición de una participación de control existe un movimiento de capitales.* GIPPINI FOURNIER, Eric y RODRÍGUEZ MÍNGUEZ, José Antonio. “Golden shares” en la Comunidad Europea: ¿fin de la edad dorada? Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia. N° 220, 2002. Pág. 56.

*inversión pasiva, como una tomada para la diversificación de la cartera. Sin embargo, la línea real entre una inversión puramente pasiva y una inversión con derechos de control es a veces difícil de trazar, y no existe una respuesta clara*⁵⁰⁰. De ahí que, según indica BENYON, la cuestión de si la inversión directa se subsume en el Capítulo de la libertad de establecimiento haya sido objeto de un intenso debate⁵⁰¹.

Según reiterada jurisprudencia, están comprendidas dentro del ámbito de aplicación material de las disposiciones del Tratado relativas a la libertad de establecimiento las disposiciones nacionales que son de aplicación a la posesión, por un nacional del Estado miembro de que se trate, de una participación tal en el capital de una sociedad establecida en otro Estado miembro que le confiere una influencia real en las decisiones de dicha sociedad y le permite determinar las actividades de ésta⁵⁰².

Las distintas formas de inversión directa contempladas en el Anexo I de la Directiva 88/361/CEE parecen cumplir estas exigencias. De manera evidente estos caracteres recaen en la “Creación y ampliación de sucursales o de nuevas empresas pertenecientes exclusivamente al proveedor de fondos y adquisición total de empresas existentes”⁵⁰³.

⁵⁰⁰ PUTEK, Christine O’Grady. *Limited But Not Lost: A Comment on the ECJ’s Golden Share Decisions*, 72 Fordham L. Rev. 2219. 2004. Pág. 2235

⁵⁰¹ BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 25

⁵⁰² Sentencias Baars, C-251/98, EU:C:2000:205, apartado 22; Cadbury Schweppes y Cadbury Schweppes Overseas, C-196/04, EU:C:2006:544, apartado 31; Test Claimants in the FII Group Litigation, C-446/04, EU:C:2006:774, apartado 37; Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation, C-524/04, EU:C:2007:161, apartado 27; Comisión/Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 13; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 60; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 34; Idryma Typou, C-81/09, EU:C:2010:622, apartado 47; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 41; Accor, C-310/09, EU:C:2011:581, apartado 32; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 42; Scheunemann, C-31/11, EU:C:2012:481, apartado 23; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 21; Test Claimants in the FII Group Litigation, C-35/11 EU:C:2012:707, apartado 91; Kronos International, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 31; y Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 26.

⁵⁰³ *Las "inversiones directas" por medio de la "creación y ampliación de sucursales de nuevas empresas pertenecientes exclusivamente al proveedor de fondos y la adquisición total de empresas existentes"*

En cuanto a la “Participación en empresas nuevas o existentes para crear o mantener vínculos económicos duraderos”, el problema es cómo realizar el “test de la influencia real” al que alude la jurisprudencia⁵⁰⁴. Como hemos indicado anteriormente, coincidimos con HINDELANG en que este test debe hacerse de manera homogénea en el sentido de que las decisiones empresariales no puedan adoptarse sin el consentimiento del inversor⁵⁰⁵. Lo mismo sucede con los “Préstamos a largo plazo para

pasará seguramente esta prueba y, por tanto, constituyen establecimiento en el sentido del Art 43 CE. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 84

⁵⁰⁴ *Más discutible parece ser el acomodo en el concepto de establecimiento de las “participaciones en empresas nuevas o ya existentes con el fin de establecer o mantener vínculos económicos duraderos”, es decir, “para participar efectivamente en de la gestión de la empresa o en su control”.*

Es evidente, en este caso, que el inversor no puede ejercer su actividad en la forma de un “empresario individual”. En el ámbito de la libertad de establecimiento, la exposición a una situación en la que alguien podría tener derecho a decidir es discutible. La pregunta crucial es dónde establecer el umbral por encima del cual todavía se puede asumir que el inversor está en condiciones de actuar como empresario. Se podría requerir la mayoría de los derechos de voto y/o acciones. También es posible recurrir al Derecho comunitario derivado, que ofrece una gama de diferentes umbrales para situaciones específicas, con el fin de juzgar si dos empresas están en algún tipo de vinculación con los demás. Si uno no está buscando algún tipo de umbral fijo, sino que procede de la finalidad de la libertad, entonces también se podría argumentar que se puede hablar de un establecimiento en el sentido del artículo 43 CE, siempre y cuando el accionista ejerza su influencia sobre decisiones de la sociedad en todos los asuntos importantes que, por ejemplo, no sólo se aplican a las participaciones mayoritarias, sino también el 50 por ciento del capital o de participaciones minoritarias, junto con el derecho de veto. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 84

⁵⁰⁵ *De acuerdo con mi punto de vista establecido con respecto a la noción de la inversión directa, este estudio considera como el enfoque más apropiado una visión integral de conjunto de las condiciones de hecho bajo una consideración particular del Derecho de Sociedades aplicable en cada caso. El criterio decisivo para considerar una “influencia real” es si las decisiones empresariales principales o importantes (p.e. Influencia en la composición del órgano de administración)-teniendo en cuenta las condiciones que acabamos de mencionar- no puede ser alcanzado sin la aprobación del accionista respectivo. En este sentido, el número de derechos de voto o acciones tiene un valor meramente indicativo pero no concluyente. Como se ha explicado de forma análoga con respecto a inversión directa, los “umbrales fijos” no constituyen criterios fiables para una evaluación de si un participante en el mercado está en una situación real de ejercer una “influencia decisiva” sobre las actividades comerciales*

crear o mantener vínculos económicos duraderos”⁵⁰⁶. En cuanto a la inversión inmobiliaria, si ésta se realiza con fines empresariales también tendrá la consideración de inversión directa y, como se infiere del artículo 50.2 letra e) TFUE, de establecimiento⁵⁰⁷.

Como hemos indicado, el “test de la participación efectiva” para evaluar los vínculos duraderos aplicado a la inversión directa garantiza una coherencia sistemática con el “test de la influencia decisiva” de la libertad de establecimiento. De este modo, se puede concluir que las nociones de inversión directa y de establecimiento en una gran medida son conceptos superpuestos, cuando no idénticos⁵⁰⁸. Sin embargo, si uno presta

de una empresa. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law.* Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 85

⁵⁰⁶ *La inversión directa en forma de provisión de “préstamos a largo plazo con el fin de establecer o mantener vínculos económicos duraderos” sigue básica y esencialmente el mismo razonamiento avanzado anteriormente. Así, los préstamos que no tienen ninguna otra función, más que proporcionar capital de crédito ni “constituyen inversión directa en el sentido de la nomenclatura de la Directiva de Movimientos de Capital ni establecimiento como se precisa para la aplicabilidad del artículo 43 CE. Sin embargo, si las condiciones en las que el préstamo se concede son tales como para conceder influencia al prestamista en las decisiones empresariales principales o importantes de manera que no se pueden alcanzar sin él, el préstamo se debe considerar inversión directa, como una (sub-)categoría de los movimientos de capital, así como establecimiento. Se podría decir que en esta situación, el prestamista se dedica a actividades empresariales en otro Estado (miembro).* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law.* Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 87

⁵⁰⁷ *La adquisición de bienes inmuebles con la que pueda llevarse a cabo fines empresariales también constituye tanto inversión directa como establecimiento. El primero se indica en el título del Punto II, de la nomenclatura, que habla de “Inversión Inmobiliaria (sin incluir las categorías I)”, por lo que - “argumentum e contrario” los bienes inmuebles con fines empresariales están cubiertos por el punto I de la nomenclatura de la inversión directa. Esto último, con respecto al establecimiento, en particular, puede colegirse de Art 44 (2) letra, e) CE.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law.* Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 87-88

⁵⁰⁸ *Si ahora se quiere comparar el test que acabamos de describir con respecto a la identificación de un establecimiento con el desarrollado para la identificación de las inversiones directas con respecto a las explotaciones, que se menciona en el Anexo I, epígrafe 1.2 de la Directiva CE de Movimientos de Capital (“test de participación efectiva”), entonces se da una cuenta de que las nociones de establecimiento y las*

atención al tenor del artículo 64.1 TFUE, puede pensarse que los redactores del Tratado no consideraron que “inversiones directas, incluidas las inmobiliarias” sean lo mismo que el establecimiento⁵⁰⁹. A nuestro juicio, el problema no es tanto que las inversiones directas sean establecimiento, sino que no todo ejercicio del derecho de establecimiento es una inversión extranjera. Piénsese en el caso de la emigración, es decir, el traslado completo de un país al otro.

La jurisprudencia del Tribunal de Justicia no ofrece una solución clara a la relación de la inversión extranjera con las libertades fundamentales. En este sentido, HINDELANG ha subrayado que *el entendimiento del Tribunal de la relación doctrinal de la libertad de establecimiento y libre circulación de capitales, tanto en el contexto de países intracomunitarios como de terceros Estados, difícilmente puede ser descrito como un excelente ejemplo de claridad*⁵¹⁰.

Este autor distingue tres tendencias en la jurisprudencia a la hora de abordar la relación entre ambas libertades fundamentales. La primera línea, a la que denomina con el apelativo de “jurisprudencia del desconocimiento”⁵¹¹, se caracteriza porque el Tribunal se mantiene ignorante de si -además de los movimientos de capital- hay un elemento de control definitivo en una empresa o viceversa. Debido a esta interpretación, no hay conclusiones significativas con respecto a la relación de las dos libertades que

inversiones directas se perciben en este estudio superpuestas en una medida muy grande. El "test de la participación efectiva" requiere esencialmente el mismo umbral que "el test de la influencia decisiva" del Tribunal. HINDELANG, Steffen. The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 85

⁵⁰⁹ *El punto de vista opuesto se refiere en particular a la redacción del artículo 57 (1) CE, que menciona las restricciones adoptadas con respecto a los movimientos de capitales hacia o desde terceros países, que supongan inversiones directas junto con las restricciones que implican establecimiento. Si los dos conceptos fueran totalmente idénticos, según se razona, entonces la mención separada sería superflua. HINDELANG, Steffen. The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 85-86*

⁵¹⁰ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 89.

⁵¹¹ The “Not Knowing” Strand of Case-Law.

puedan extraerse de esta línea jurisprudencial⁵¹².

A la segunda línea la bautiza como la “jurisprudencia de la falta de necesidad”⁵¹³. Esta jurisprudencia⁵¹⁴ se caracterizaría por el hecho de que el Tribunal, al someter una normativa nacional a una la libertad no descartó la aplicabilidad de la otra, sino que consideró que el hecho de que una medida nacional fuese contraria a una de las dos libertades hacía innecesaria también confrontarla con la otra. Por ello. la falta de necesidad parecería dar a entender nada más que no es preciso considerar el caso a la luz de otra libertad cuando, si se hace, no altera el resultado⁵¹⁵.

La última línea jurisprudencial que destaca HINDELANG es la basada en el “enfoque del centro de gravedad”⁵¹⁶. Para este enfoque es el propósito de la legislación nacional (el ámbito regulatorio perseguido o el campo de aplicación de la norma nacional), y no la actividad económica real perseguida por el participante en el mercado,

⁵¹² En esta tendencia incluye las Sentencias Verkooijen, C-35/98, EU:C:2000:294C-54/99; Lenz, C-315/02, EU:C:2004:446; Weidert y Paulus, C-242/03, EU:C:2004:465; Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350; y Bouanich C-265/04, EU:C:2006:51. Vid. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 91-92.

⁵¹³ The “Not Necessary” Strand of Case-Law.

⁵¹⁴ En esta tendencia incluye las Sentencias Konle, C-302/97, EU:C:1999:271; Baars, C-251/98, EU:C:2000:205; Comisión/Italia, C-58/99, EU:C:2000:280; Comisión/ España, C-463/00, EU:C:2003:272; Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273; y Fidium Finanz, C-452/04, EU:C:2006:631. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 92-96.

⁵¹⁵ Sentencias Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326, apartado 56; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 56; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 86; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273, apartado 52; Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 43; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 39; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 80; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 99; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 98; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 30.

⁵¹⁶ The “Centre of Gravity” Approach

el que determina principalmente la libertad aplicable⁵¹⁷.

A los efectos de nuestro estudio, teniendo en mente la relación entre la soberanía económica y la seguridad nacional, la jurisprudencia de referencia es la de las acciones de oro⁵¹⁸, que PADRÓS y COCCIOLO han calificado como auténticos “leading cases”⁵¹⁹. Ahora bien, la jurisprudencia de la acción de oro es en algunos casos insuficiente para comprender el enfoque del Tribunal de Justicia. En efecto, tras una mera comparación de unos casos con otros da la impresión de que no existe una línea coherente, ni una sucesión de líneas jurisprudenciales, sino que conviven unas con otras.

Mayoritariamente las Sentencias de la acción de oro examinan la cuestión a la luz de la libre circulación de capitales⁵²⁰. En un caso, se estima la demanda de

⁵¹⁷ Sobre esta tendencia se refiere especialmente a las Sentencias Cadbury Schweppes y Cadbury Schweppes Overseas, C-196/04, EU:C:2006:544; Test Claimants in the FII Group Litigation, C-446/04, EU:C:2006:774; y Holböck, C-157/05, EU:C:2007:297. HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 96-108.

⁵¹⁸ Sentencias Comisión/Italia, C-58/99, EU:C:2000:280; Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273; Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350; Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608; Comisión/Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623. Sentencia Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694.

⁵¹⁹ PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07*. Revista española de derecho europeo. Nº. 33, 2010, Pág. 140.

⁵²⁰ Sentencias Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273; Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350; Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608; Comisión/Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623; Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669; Comisión/Portugal, C-212/09,

incumplimiento sobre la base del derecho de establecimiento⁵²¹. Finalmente, en tres casos se examina la cuestión a la luz de las dos libertades⁵²², entre los que se encuentra precisamente el único caso en el que el Tribunal desestimó la demanda de incumplimiento de la Comisión⁵²³.

A la vista de la jurisprudencia, HINDELANG destaca que el Tribunal, empleando esta directiva como un “instrumento de interpretación”, se ha abstenido hasta ahora de dar una definición general. Habitualmente se limita a una declaración general de que una determinada transacción constituye “movimiento de capital”, lo que nos deja con una imagen fragmentada de lo que entiende el Tribunal por tal⁵²⁴. En esta línea, LOSADA FRAGA es bastante severo con el enfoque que ha seguido la jurisprudencia, a la que crítica su falta de claridad y su afán por retener poder⁵²⁵.

A nuestro modo de ver, no resulta muy acertado, desde un punto de vista jurídico, pretender que la jurisprudencia resuelva, al menos con carácter general, la relación conceptual entre las libertades de establecimiento y de circulación de capitales. Desde el punto de vista político e institucional, como ya hemos indicado anteriormente, el papel del Tribunal presenta serias limitaciones a este respecto, ya que éste respeta

EU:C:2011:717.

⁵²¹ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694.

⁵²² Sentencias Comisión/Italia, C-58/99, EU:C:2000:280; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193.

⁵²³ Sentencia Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328.

⁵²⁴ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 57.

⁵²⁵ A juicio de LOSADA FRAGA hay que señalar que, en lugar de establecer un conjunto claro de normas que permitan a los ciudadanos estar seguros de lo que el régimen jurídico que les permite (o no) hacer, el Tribunal ha decidido retener tanto poder como puede sobre las decisiones de movimientos de capitales. Esta estrategia por parte del Tribunal ha tenido como consecuencia que los particulares tuvieran que recurrir a los jueces con el fin de resolver sus incertidumbres, lo que ha aumentado el número de casos que Tribunal de Justicia de la Unión Europea tiene que tratar. LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009 Pág. 148.

escrupulosamente las competencias de las otras instituciones. De esta manera, el contenido de la jurisprudencia está claramente enmarcado por el objeto de la cuestión prejudicial o del recurso de incumplimiento. Dependerá, por un lado, de la normativa nacional y de su objeto y, por otro, del supuesto de hecho sometido al Tribunal. Además, este planteamiento basado en el equilibrio institucional, permite explicar la importancia de los Anexos de la Directiva como criterio hermenéutico. De igual manera, este enfoque permite explicar la paradoja que existe en este punto a juicio de LOSADA FRAGA⁵²⁶.

Al analizar en 2002 la jurisprudencia de las denominadas acciones de oro GIPPINI y RODRÍGUEZ MÍNGUEZ señalan que la determinación de la libertad afectada dependerá de la cuantía de la participación pretendida⁵²⁷. En el caso de restricción de actos de disposición de activos o de oposición a decisiones de gestión

⁵²⁶ Según este autor, *en lo que se refiere al recurso al anexo I de la Directiva, que ya no está en vigor, con el fin de interpretar el concepto de movimiento de capitales en el Tratado, como estudiosos del derecho, es importante tener en cuenta esto como, al menos, un razonamiento extraño. Si el contenido de la citada Directiva se ha trasladado a los Tratados sin ninguna referencia a su anexo, la interpretación correcta debe ser que no estaba en la mente de los Estados Miembros incluir su contenido en el Tratado. Sin embargo, el Tribunal decidió que la manera correcta de dar contenido al concepto de movimiento de capitales no pasaba por delimitarlo en sus propias decisiones, sino por la interpretación de la voluntad de los Estados miembros precisamente como la habían definido antes en dicho anexo. Por lo tanto, la existencia de un derecho supranacional de liberalización de los movimientos de capitales demuestra que se adoptó una estrategia federal al rediseñar la política, pero el argumento que el Tribunal utiliza a la hora de definir el contenido de ese derecho supranacional es un argumento de renacionalización, ya que toma en cuenta lo que fue el denominador común de los estados Miembros sobre el tema. Sorprendentemente, la combinación de ambas estrategias no parece ser un caso aislado, sino una constante en el nuevo régimen de libre circulación de capitales, como se verá más adelante.* LOSADA FRAGA, Fernando. Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union.* RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009. Pág. 142-143.

⁵²⁷ Así, según ellos, *los efectos de estas restricciones recaen mayormente sobre la libertad de establecimiento o sobre el movimiento de capitales, dependiendo de la cuantía de la participación pretendida.* GIPPINI FOURNIER, Eric y RODRÍGUEZ MÍNGUEZ, José Antonio. “Golden shares” en la Comunidad Europea: ¿fin de la edad dorada? *Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia.* N° 220, 2002. Pág. 56.

consideraron que sólo se afectaba al derecho de establecimiento y, si acaso, incidentalmente a la libre circulación de capitales⁵²⁸. A su vez, si se trata de participaciones minoritarias, sólo se afectaría a la libertad de circulación de capitales⁵²⁹. Por su parte, las inversiones directas entran además en el ámbito de aplicación del derecho de establecimiento⁵³⁰.

⁵²⁸ *Las medidas belgas, por su parte, restringen únicamente determinados actos de disposición de activos por parte de empresas determinadas, ya existentes, o prevén la posibilidad de oponerse a ciertas decisiones de gestión. No parece que la existencia de poderes especiales del gobierno para intervenir en decisiones de gestión de la empresa pueda constituir un obstáculo serio para el inversor minoritario, principalmente interesado en la rentabilidad financiera de su inversión. No se puede descartar incluso que en algunos casos, estas facultades se le aparezcan como un respaldo a su inversión y como una garantía de que la empresa mantendrá intactas ciertas características o activos. En cambio, para quien desea adquirir el control de la empresa, dichos poderes suponen interferencias considerables en su autonomía para tomar decisiones trascendentales. Es ésta una cuestión que, en nuestra opinión, concierne paladinamente al derecho de establecimiento, y sólo de manera incidental a la libre circulación de capitales.* GIPPINI FOURNIER, Eric y RODRÍGUEZ MÍGUEZ, José Antonio. “Golden shares” en la Comunidad Europea: ¿fin de la edad dorada? Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia. Nº 220, 2002. Pág. 56.

⁵²⁹ *De ser correcto lo que acaba de exponerse, resultaría que todas las medidas sometidas al Tribunal en los tres casos planteaban restricciones a la libertad de circulación de capitales, aunque en algunos supuestos este aspecto fuese secundario ya que la restricción afectaba fundamentalmente a la libertad de establecimiento. Lo que, en cambio, no parece seguro es que la libertad de establecimiento se viese afectada en todos los casos: las restricciones a la adquisición o incremento de participaciones minoritarias sólo afectan con claridad al movimiento de capitales, siendo muy problemática su calificación como obstáculos al establecimiento.* GIPPINI FOURNIER, Eric y RODRÍGUEZ MÍGUEZ, José Antonio. “Golden shares” en la Comunidad Europea: ¿fin de la edad dorada? Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia. Nº 220, 2002. Pág. 56.

⁵³⁰ *Tratándose de la adquisición de participaciones que den a su titular la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de la sociedad, parece más apropiado considerarla como ejercicio del derecho de establecimiento. Esta parece ser la postura de la Comisión en su Comunicación de 1997, comentada anteriormente, en la que recuerda que el párrafo segundo del artículo 43 CE incluye en la noción de establecimiento "la constitución y gestión de empresas y, especialmente, de sociedades", y considera que hay establecimiento cuando se adquiere el control o al menos la capacidad de participar en el control y gestión de la empresa. No obstante, no puede negarse que también en el caso de adquisición de una participación de control existe un movimiento de capitales* GIPPINI FOURNIER, Eric y RODRÍGUEZ MÍGUEZ, José Antonio. “Golden shares” en la Comunidad Europea: ¿fin de la edad dorada? Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia. Nº 220, 2002. Pág. 56.

Por su parte, para el Abogado General RUIZ-JARABO el ámbito natural e idóneo para el análisis de las denominadas «acciones de oro», es el de la libertad de establecimiento, pues el Estado miembro encausado suele aspirar a controlar, utilizando facultades de intervención en la configuración de la estructura accionarial, la formación de la voluntad social de las entidades privatizadas (interviniendo en la composición accionarial o en actos concretos de administración), extremo que pocas concomitancias guarda con el libre flujo de capitales⁵³¹. Sin embargo, tales facultades pueden afectar al derecho de libre establecimiento, haciéndolo menos interesante, tanto de modo directo, cuando versan sobre el acceso al capital social, como indirecto, cuando reducen su atractivo, al disminuir la capacidad de disposición o de gestión de los órganos sociales. En contra de lo que acordó el Tribunal de Justicia, consideró que el obstáculo a la libertad de circulación de capitales resultante reviste carácter subsidiario, no necesario. Esa aseveración es cierta para las medidas que influyen en la composición del accionariado, pero lo es aún más para las que limitan la adopción de acuerdos sociales (cambio de objeto de la empresa o enajenación de activos, por ejemplo), tornándose hipotético o muy tenue el vínculo con la libre circulación de capitales⁵³².

Sin embargo, estos enfoques son demasiado simplistas y no permite aprehender la relación que, desde el punto de vista financiero, existe entre las inversiones de cartera y las inversiones de control. Como señala ARIÑO, cuando hay libertad desde el punto de vista del mercado del control de empresas, cuando hay un capital flotante en el mercado suficiente para hacerse con el control, las participaciones de cartera son más

⁵³¹ Conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-463/00 y C-98/01 Comisión/España y Comisión/Reino Unido, EU:C:2003:71, apartado 36; Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:92, apartado 58; Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 44.

⁵³² Conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-463/00 y C-98/01 Comisión/España y Comisión/Reino Unido, EU:C:2003:71, apartado 36; Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:92, apartado 59; Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 45.

valiosas⁵³³. Como ha advertido ADOLFF, cuando no existe un mercado potencial para el control de las empresas, los accionistas del objetivo potencial se ven privados de la oportunidad de deshacerse de sus inversiones de cartera aprovechando la prima de control que les ofrezca el eventual adquirente⁵³⁴. En esta línea el propio Tribunal de

⁵³³ Al analizar los blindajes corporativos, señala que *existe una variada panoplia de artefactos utilizados con este fin contra los que la Comisión y el Tribunal de Justicia europeos han luchado en los últimos años. Así, las acciones de oro, los vetos políticos discrecionales, las variadas limitaciones legales a la inversión que algunos países han intentado en estos años y a las que sistemáticamente se han opuesto las autoridades de Bruselas, tratando de hacer realidad la libre circulación de capitales y la libertad de establecimiento que el Tratado impone a los países miembros. [...]. Pero el sistema más común y más radical de blindaje es la limitación de los derechos de voto de un accionista, cualquiera que sea el número de acciones y la participación que posea en el capital. Es ésta una verdadera contradicción y un atentado a lo que constituye la esencia misma de la sociedad anónima, basada en la proporcionalidad entre el valor de la acción y el derecho a participar en la gestión y toma de decisiones de la compañía, lo que se concreta y manifiesta en el derecho de voto en la Junta General. Lo cual, por lo demás, no es sino la aplicación a las personas jurídicas de un principio inmanente a toda economía de mercado, que es el derecho de propiedad como título legitimador de los actos de disposición en el orden económico. Así de simple.* ARIÑO ORTIZ, Gaspar. *Los blindajes: ¿pero de quién es la empresa?* Diario La Ley. Nº 6685. 2007, Pág. 1724.

⁵³⁴ Al analizar el enfoque de tomar como referencia la Directiva 88/361/CEE este autor señala: *“Este enfoque, que, en principio, que ya había ya ha sido aprobado por el Tribunal Justicia es un tanto problemático, ya que el derecho comunitario secundario, como la Directiva 88/361/CEE, no prevé directrices vinculantes con respecto a la interpretación de una disposición del Tratado. Sobre esta base, se ha argumentado que las inversiones de cartera pasivas deben ser el propósito principal de una operación a la que se aplique el art. 56. Incluso si se aceptara este argumento, se tiene que reconocer el hecho de que los arreglos de “acción de oro” que restringen directamente a los inversores estratégicos casi siempre tienen un impacto en el mercado de las inversiones de cartera. Cuando las leyes nacionales disuaden a un licitador que de adquiera el control de una sociedad anónima, los accionistas del objetivo potencial se ven privados de la oportunidad de deshacerse de sus inversiones de cartera. Por lo general, una oferta pública de adquisición es una oportunidad excepcionalmente atractiva para hacerlo, porque los oferentes pagan primas por encima de los precios de mercado. Cuando no existe un mercado potencial para el control de las empresas, el mercado de acciones que no son de control se ve, por tanto, también afectado. Incluso si hubiera el requisito de que una norma nacional debiera tener un impacto en el mercado de las inversiones de cartera a fin de calificarla como una “ restricción a la circulación de capitales” en el sentido del art. 56, tal requisito, por esa razón, se cumpliría en los arreglos de “acción de oro” no discriminatorios.* ADOLFF, Johannes. *Turn of the Tide?: The “Golden Share” Judgements of the European Court of Justice and the Liberalization of the European Capital Markets*, German Law

Justicia ha señalado que las acciones de oro no sólo pueden generar un efecto disuasorio sobre la inversión directa, sino también sobre las inversiones de cartera. Una posible negativa del Gobierno a aprobar una decisión importante, que los órganos de la sociedad de que se trate hayan presentado como beneficiosa para los intereses de ésta, puede, en efecto, pesar sobre el valor (bursátil) de las acciones de dicha sociedad y, por lo tanto, sobre el aliciente de una inversión en tales acciones⁵³⁵

A nuestro modo de ver, el enfoque del Tribunal basado primariamente en la libre circulación de capitales, lejos de ser un descuido o negligencia, resulta deliberado. Obedece a un ejercicio consciente de evitar pronunciarse en principio respecto del umbral que distingue la inversión directa de la inversión de cartera, la libre circulación de capitales de la libertad de establecimiento⁵³⁶. Ello explica que, inicialmente, el

Journal, Vol. 3, Nº. 8, 2002. Parr. 15

⁵³⁵ Sentencias Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 27; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 61; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 57. Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 58.

⁵³⁶ Sobre este particular son especialmente reveladoras las reflexiones que realizan GRUDMAN y MÖSLEIN. Razonan estos autores que, “*el Tribunal no tuvo que decidir sobre la muy debatida cuestión del umbral de la participación (pretendida) que constituye una inversión directa (empresarial). Para que se aplique la libertad de establecimiento al inversor, es decir, a los accionistas de una compañía, se requiere unánimemente una inversión que vaya más allá de los meros propósitos de ahorro. Por encima del citado umbral (discutido sólo en cuanto a su fijación), sin embargo, está más allá de toda duda que la libertad de establecimiento es aplicable a las inversiones empresariales. Por tanto, la libertad de establecimiento habría requerido que el Tribunal (en procedimientos que protegen a los individuos como la cuestión prejudicial), aplicara dos normas diferentes en función de cómo y en qué medida cada inversor individual ha invertido y, por tanto, el límite difícil de identificar se habría convertido en un problema.* GRUNDMAN, Stefan, y MÖSLEIN, Florian. *Golden Shares - State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*. European Banking Financial Law Journal (EUREDIA), 1, 2004. Pág. 20.

En la misma línea, BUSTILLO SAIZ señala que *no parece que entre las disciplinas legales sobre la acción de oro se encuentren contempladas las inversiones de cartera propiamente dichas, en particular la legislación española excluye del deber de notificación a las adquisiciones meramente financieras. Sobre esta base quizá el problema estribe en que habiendo acuerdo generalizado en estimar que la adquisición de participaciones que garantizan la gestión y el control se incluye en el derecho de establecimiento, no lo hay sin embargo para decidir a partir de qué cuantía existe esa adquisición de control. Esto explicaría tanto la preferencia del TJCE por un examen de los cinco asuntos desde la óptica*

propio Abogado General RUIZ-JARABO, no quisiera ahondar más en lo que consideró una incorrecta calificación jurídica del supuesto de infracción alegado, que no produce mayores consecuencias, pues el Tribunal de Justicia aplica un examen similar a ambas libertades⁵³⁷. Así lo ha señalado expresamente el Tribunal, tanto para desestimar la demanda⁵³⁸, como para apreciar la existencia del incumplimiento⁵³⁹.

GRUDMAN Y MÖSLEIN han destacado a este respecto el paralelismo sustancial que existe entre ambas libertades. Este paralelismo se manifiesta en el ámbito de las restricciones⁵⁴⁰ y en el de las justificaciones por razones imperiosas de interés

de la LCC evitando así el problema de determinar a partir de qué nivel la participación se valora como inversión directa, pero dando por hecho que en el caso concreto existe, como la consecuencia necesaria que parece derivar de sus sentencias, es decir; que ambas libertades fundamentales son susceptibles de aplicación cumulativa. BUSTILLO SAIZ, María del Mar. *Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la “doctrina” de la acción de oro: (segunda parte).* Revista de derecho mercantil, Nº 260, 2006. Pág. 475-476.

⁵³⁷ Conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-463/00 y C-98/01 Comisión/España y Comisión/Reino Unido, EU:C:2003:71, apartado 36.

⁵³⁸ Sentencia Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 59.

⁵³⁹ Sentencia Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 56.

⁵⁴⁰ Así, señalan que *en relación con el efecto restrictivo, los paralelismos son sustanciales: ambas libertades se aplican a la salida del Estado de origen, así como a la entrada en el Estado de acogida (o, respectivamente, para los casos de flujos de entrada y de salida). Ambas se entienden en la actualidad no sólo como prohibiciones de discriminación, sino también de restricciones en un sentido amplio. Por lo tanto, se aplican no sólo para la discriminación abierta, es decir, una diferencia de trato de los casos dependiendo de la nacionalidad del inversor o la empresa, y para cubrir (y típicamente igual de intencional) la discriminación en función de criterios generalmente paralelos a la nacionalidad (como el lugar de residencia de las personas, de los recursos naturales o el volumen de negocios o de impuestos sobre los rendimientos de las personas jurídicas en un lugar determinado). En su lugar, también cubren las reglas que son sólo de facto más gravosas para los extranjeros, por ejemplo, con respecto al coste, porque no pueden adaptarse tan fácilmente a un marco legal diferente. Una prohibición global de restricciones también tendría que cubrir las normas nacionales que ni siquiera son de hecho más gravosas para los extranjeros. Sin embargo, hasta ahora esto ha sido la excepción, ya que algunos elementos de los costes adicionales para los extranjeros (y por lo tanto también la carga adicional) casi siempre se encuentran. Algunas de las normas portuguesas eran sin lugar a dudas, una discriminación abierta. Para el resto de los casos resueltos, las reglas tienden mucho más a las restricciones puras, carentes de cualquier elemento de discriminación, en las que prácticamente todos los demás que habían*

general⁵⁴¹. Ahora bien, como destacan estos dos autores existen diferencias evidentes tanto en lo relativo a las justificaciones expresamente recogidas en el Tratado y en cuanto al ámbito de aplicación⁵⁴².

En esta línea, con el paso del tiempo, el propio Abogado General RUIZ-JARABO reconoció las limitaciones de su enfoque inicial. De este modo, advirtió que la

sido previamente objeto de examen: Por ejemplo, la normativa francesa no debería ni siquiera de facto ser más onerosa para los inversores extranjeros que para los nacionales. En consecuencia, las decisiones de acción de oro serán los principales ejemplos de una prohibición de gran alcance sobre las restricciones, incluso aquellos que no tienen una implicación de un coste más adverso para los extranjeros. GRUNDMAN, Stefan, y MÖSLEIN, Florian. *Golden Shares - State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects.* European Banking Financial Law Journal (EUREDIA), 1, 2004. Pág. 20-21.

⁵⁴¹ En este punto a su juicio, *los paralelismos en el nivel de justificación son igualmente importantes. El Tribunal de Justicia subraya expresamente las "razones imperiosas de interés general", que no están escritas de forma expresa en el Tratado (pero que son más importantes en la práctica) y el principio de proporcionalidad, que también tiene un lado formal.* GRUNDMAN, Stefan, y MÖSLEIN, Florian. *Golden Shares - State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects.* European Banking Financial Law Journal (EUREDIA), 1, 2004. Pág. 21.

⁵⁴² Según ellos, *las diferencias son evidentes en dos aspectos: las justificaciones escritas no son las mismas. La diferencia más importante se debe al artículo. 58 párrafo 1, del Tratado CE, pero esto afecta al derecho de sociedades y del mercado de capitales en menor grado que al derecho tributario (rentas del capital). Lo que parece haber sido considerado con menos cuidado es la segunda diferencia. La libre circulación de capitales se aplica en relación con terceros países. Incluso si el artículo 57 del Tratado CE permite restricciones, esta autorización no podría aplicarse tal vez a las leyes (de privatización) que los legisladores nacionales deseen adoptar a partir de ahora. De ello se desprende que la inversión directa de un tercer país está liberalizada, por lo que la libertad de establecimiento de una empresa que se ha establecido o asumido de tal manera se encuentra igualmente sin limitación. La opinión dominante asume que esta libertad incluye el derecho de los directivos de la empresa (incluidos los de terceros países) a ejecutar sus funciones dentro de la Unión Europea tanto como se necesario. El único límite, relativo a la inversión empresarial por la persona física como primer paso, se desvanece con las decisiones las acciones de oro. Entonces, por lo menos debería ser posible en casos excepcionales en que un Estado toma una acción y está justificado que lo haga. De lo contrario, por ejemplo, las empresas iraquíes y belgas en Alemania tendrían que ser tratados de una manera completamente igual, con respecto a los aspectos de seguridad.* GRUNDMAN, Stefan, y MÖSLEIN, Florian. *Golden Shares - State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects.* European Banking Financial Law Journal (EUREDIA), 1, 2004. Pág. 21-22.

distinción de la libertad aplicable adquiere una relevancia práctica de primer orden si se tiene en cuenta que la libre circulación de capitales no sólo rige entre los Estados miembros, sino también entre estos últimos y los países terceros. Se colige así que, aunque una medida como el veto a una decisión de disolución de una compañía en un sector estratégico se declare incompatible con la libertad de establecimiento, sería oponible a los accionistas de países terceros⁵⁴³.

En este sentido, es cierto que no se puede negar que las sentencias de la acción de oro han desempeñado un papel decisivo en la teoría del Tribunal en materia de libre circulación de capitales y su relación con el derecho de establecimiento. Como advierte KRONENBERGER “*hasta la aparición de las Sentencias de la "acción de oro", la jurisprudencia relativa a la libre circulación de capitales fue la menos desarrollada de las cuatro libertades fundamentales del Tratado*”⁵⁴⁴. Sin embargo, nos ofrecen una imagen fragmentaria del problema. En este ejercicio resulta un instrumento sumamente útil la jurisprudencia que en materia de fiscalidad directa ha dictado el mismo Tribunal, fundamentalmente en materia de tributación de dividendos.

Efectivamente, basta con observar con perspectiva la jurisprudencia de la acción de oro para apreciar la relación entre esta materia y la fiscalidad, en la medida en que el Tribunal acude a los razonamientos que ya había elaborado en esta última. En este sentido, GRUNDMAN y MÖSLEIN no han dudado en subrayar que *las sentencias del Tribunal de Justicia sobre la acción de oro se basan en la libre circulación de capitales que hasta hace poco solía ser considerada principalmente con respecto a las cuestiones de derecho tributario*⁵⁴⁵.

Esta relación es lógica en la medida en que, al igual que sucede con la

⁵⁴³ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 46.

⁵⁴⁴ KRONENBERGER, Vincent. *The rise of the 'golden' age of free movement of capital: A comment on the golden shares judgments of the Court of Justice of the European Communities. European Business Organization Law Review. Issue 01 / July 2003. Pág. 123.*

⁵⁴⁵ GRUNDMAN, Stefan, y MÖSLEIN, Florian. *Golden Shares - State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects. European Banking Financial Law Journal (EUREDIA), 1, 2004. Pág. 19.*

regulación de sectores estratégicos, la fiscalidad constituye la más clara manifestación de la soberanía económica⁵⁴⁶. De hecho, no conviene olvidar que la fiscalidad cuenta con una mención expresa en el artículo 65, apartado 1, letra a) TFUE señala que la libre circulación de capitales se entenderá sin perjuicio de “*aplicar las disposiciones pertinentes de su Derecho fiscal que distingan entre contribuyentes cuya situación difiera con respecto a su lugar de residencia o con respecto a los lugares donde esté invertido su capital*”⁵⁴⁷. Ahora bien, como señala una reiterada jurisprudencia, si bien la fiscalidad directa es competencia de los Estados miembros, éstos deben ejercer tal competencia respetando el Derecho de la Unión⁵⁴⁸. Ello explica que, aunque la

⁵⁴⁶ Así lo advierte HINOJOSA MARTÍNEZ cuando subraya que *el poder fiscal de los Estados constituye uno de los elementos esenciales de su soberanía. La política tributaria se configura como uno de los instrumentos más significados en la dirección política económica nacional y despierta, además, una tremenda sensibilidad social.* HINOJOSA MARTÍNEZ, Luis Miguel. *La regulación de los movimientos internacionales de capital desde una perspectiva europea.* Madrid: McGraw-Hill, 1997. Pág. 65.

⁵⁴⁷ Según HINOJOSA MARTÍNEZ, *durante la negociación del Tratado de Maastricht, el artículo 65 no incluía en sus primeras redacciones el actual apartado 1.a). El fracaso de las conversaciones sobre el establecimiento de un régimen común para la fiscalidad del ahorro, que coincidió con la fase final de dichas negociaciones, acrecentó los miedos a la deslocalización de los flujos de capital por motivos tributarios. Finalmente, se impuso la idea de que no era suficiente la alusión del párrafo 1.b) a la libertad de adopción de las medidas necesarias para impedir las infracciones al derecho fiscal de los EEMM. Se quería evitar (como se verá a continuación, sin mucho éxito), con una referencia expresa, que el TJ estableciese límites a las diferencias de trato fiscal entre residentes y no residentes, que pretendiesen proteger el ahorro nacional, garantizar un determinado nivel de ingresos fiscales o atraer la inversión extranjera.* HINOJOSA MARTÍNEZ, Luis Miguel. *La libertad de movimientos de capital en la Unión Europea* en BENEYTO PÉREZ, José María (coord.); MAILLO GONZÁLEZ-ORÚS, Jerónimo (coord.); BECERRIL ATIENZA, Belén (coord.). *Tratado de derecho y políticas de la Unión Europea. Vol. 6: Mercado Único Europeo y Unión Económica y Monetaria.* Aranzadi. Pamplona: 2009. Pág. 567.

⁵⁴⁸ Sentencias Schumacker, C-279/93, EU:C:1995:31, apartado 21; Wielockx, C-80/94, EU:C:1995:271, apartado 16; Verkooijen, C-35/98, EU:C:2000:294, apartado 32; y Barbier, C-364/01, EU:C:2003:665, apartado 56; Manninen, C-319/02, EU:C:2004:213, apartado 19; Comisión/Francia, C-334/02, EU:C:2004:129, apartado 21; Meilicke y otros, C-292/04, EU:C:2007:132, apartado 19; Holböck, C-157/05, EU:C:2007:297, apartado 21; ELISA, C-451/05, EU:C:2007:594, apartado 68; Comisión/Grecia, C-155/09, EU:C:2011:22, apartado 39; Comisión/Austria, C-10/10, EU:C:2011:399, apartado 23; Comisión/Bélgica, C-250/08, EU:C:2011:793, apartado 33; Établissements Rimbaud, C-72/09, EU:C:2010:645, apartado 23; Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, C-157/10, EU:C:2011:813,

fiscalidad directa continúa siendo competencia estatal, no es menos cierto que ha sido fuente de múltiples conflictos con el Mercado Interior.

3.3.5.- Inversión extranjera directa y acceso al mercado.

En particular, la distinción entre inversiones de cartera e inversiones directas y su relación con las libertades fundamentales ha dado lugar a una interesante jurisprudencia en lo relativo al tratamiento fiscal de los dividendos. En efecto, según el Tribunal de Justicia el tratamiento fiscal de los dividendos puede estar comprendido en el ámbito de aplicación del artículo 49 TFUE, relativo a la libertad de establecimiento, y en el del artículo 63 TFUE, relativo a la libre circulación de capitales⁵⁴⁹.

Pues bien, el Tribunal de Justicia a partir de la Sentencia *Test Claimants in the FII Group Litigation II*⁵⁵⁰ ha modificado sustancialmente sus criterios para determinar la libertad aplicable a las normativas nacionales relativas al tratamiento fiscal de los dividendos en lo que se refiere específicamente a las situaciones extracomunitarias. Este enfoque, que ha sido seguido posteriormente en las Sentencias *Kronos*⁵⁵¹ y *Emerging Markets*⁵⁵², resulta sumamente útil para clarificar los criterios del Tribunal respecto de la relación entre la inversión transfronteriza y las libertades fundamentales del Mercado Interior. Por ello, esta jurisprudencia constituye, a nuestro juicio, una referencia muy valiosa para nuestro estudio.

apartado 28; *Tankreederei I*, C-287/10, EU:C:2010:827, apartado 14; *Waypoint Aviation*, C-9/11, ECLI:EU:C:2011:658, apartado 19; *A*, C-48/11, EU:C:2012:485, apartado 16; *Santander Asset Management SGIIC*, C-338/11 a C-347/11, EU:C:2012:286, apartado 14; *Comisión/Bélgica*, C-387/11, EU:C:2012:670, apartado 36; *Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company*, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 38; *Comisión/Bélgica*, C-296/12, EU:C:2014:24, apartado 27.

⁵⁴⁹ Sentencias *Haribo Lakritzen Hans Riegel y Österreichische Salinen*, C-436/08 y C-437/08, EU:C:2011:61, apartado 33; *Accor*, C-310/09, EU:C:2011:581, apartado 30; *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 89; *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 29; y *Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company*, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 25.

⁵⁵⁰ Sentencia *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707.

⁵⁵¹ Sentencia *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200.

⁵⁵² Sentencia *Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company*, C-190/12, EU:C:2014:249

La posición del Tribunal de Justicia se encuentra plasmada con suma claridad en las conclusiones que presentó el Abogado General CRUZ VILLALÓN en el asunto Kronos⁵⁵³. Como recuerda el Abogado General, hasta la sentencia *Test Claimants in the FII Group Litigation II*, la libertad aplicable al tratamiento fiscal de los dividendos debía determinarse teniendo en cuenta a la vez el objeto de la normativa nacional controvertida (criterio jurídico) y la situación de hecho examinada (criterio fáctico).

El criterio jurídico supone que, para saber si una normativa nacional se inscribe en el ámbito de una u otra de las libertades de circulación, de una jurisprudencia consolidada se desprende que procede tomar en consideración el objeto de la legislación de que se trate⁵⁵⁴. En particular, está comprendida en el ámbito de aplicación de la libertad de establecimiento una normativa nacional destinada a aplicarse únicamente a las participaciones que permitan ejercer una influencia efectiva en las decisiones de la sociedad y determinar las actividades de ésta⁵⁵⁵. En cambio, las disposiciones nacionales aplicables a participaciones adquiridas con el único objetivo de realizar una inversión de capital sin intención de influir en la gestión y en el control de la empresa deben examinarse exclusivamente en relación con la libre circulación de capitales⁵⁵⁶.

⁵⁵³ Conclusiones del Abogado General CRUZ VILLALÓN en el asunto *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2013:729, apartados 35-44.

⁵⁵⁴ Sentencias *Cadbury Schweppes y Cadbury Schweppes Overseas*, C-196/04, EU:C:2006:544, apartados 31 a 33; *Fidium Finanz*, C-452/04, EU:C:2006:631, apartados 34 y 44 a 49; *Test Claimants in Class IV of the ACT Group Litigation*, C-374/04, EU:C:2006:773, apartados 37 y 38; *Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation*, C-524/04, EU:C:2007:161, apartados 26 a 34; *Holböck*, C-157/05, EU:C:2007:297, apartado 22; *Comisión/Italia*, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 33; *Comisión/España*, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 35; *Comisión/Portugal*, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 40; *Haribo Lakritzen Hans Riegel Österreichische Salinen*, C-436/08 y C-437/08, EU:C:2011:61, apartado 34; *Accor*, C-310/09, EU:C:2011:581, apartado 31; *Comisión/Portugal*, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 41; *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 90; *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 30 y *Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company*, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 25.

⁵⁵⁵ Sentencias *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 91; y *Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company*, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 26.

⁵⁵⁶ Sentencias *Haribo Lakritzen Hans Riegel y Österreichische Salinen*, C-436/08 y C-437/08, EU:C:2011:61, apartado 35; *Accor*, C-310/09, EU:C:2011:581, apartado 32; *Scheunemann*, C-31/11, EU:C:2012:481, apartado 23; *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707,

Ahora bien, como señala el Abogado General, si la normativa nacional se aplicaba con independencia de la cuantía de la participación poseída, es decir, indistintamente a las participaciones de control y a las participaciones de cartera, entonces no era posible determinar, basándose únicamente en su objeto, si pertenecía de forma preponderante al ámbito de una u otra libertad, debiendo recurrirse al criterio fáctico⁵⁵⁷. En efecto, enfrentado a una legislación nacional cuyo objeto no permite determinar si está comprendida de modo preponderante en el artículo 49 TFUE o en el artículo 63 TFUE, el Tribunal de Justicia tiene declarado que, siempre y cuando la legislación nacional se refiera a dividendos que tengan su origen en un Estado miembro, es preciso tener en cuenta los elementos fácticos del caso concreto para determinar si la situación contemplada en el litigio principal está comprendida en el ámbito de aplicación de una u otra de dichas disposiciones⁵⁵⁸.

En cambio, en lo que se refiere al tratamiento fiscal de dividendos que tienen su origen en un tercer Estado, el Tribunal de Justicia ha declarado que el examen del objeto de una legislación nacional basta para apreciar si el tratamiento fiscal de dividendos originarios de un tercer país está comprendido en el ámbito de aplicación de las disposiciones del TFUE relativas a la libre circulación de capitales, puesto que una legislación relativa al tratamiento fiscal de dividendos originarios de terceros países no puede estar comprendida en el ámbito de aplicación del artículo 49 TFUE⁵⁵⁹.

apartado 92; Kronos International, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 32; y Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 28.

⁵⁵⁷ Conclusiones del Abogado General CRUZ VILLALÓN en el asunto Kronos International, C-47/12, EU:C:2013:729, apartado 38.

⁵⁵⁸ Sentencias Test Test Claimants in the FII Group Litigation, C-446/04, EU:C:2006:774, apartados 37 y 38; Burda, C-284/06, EU:C:2008:365, apartados 71 y 72; SGI, C-311/08, EU:C:2010:26, apartados 33 a 37; Test Claimants in the FII Group Litigation, C-35/11 EU:C:2012:707, apartados 93 y 94; Beker, C-168/11, EU:C:2013:117, apartados 27 y 28; Bouanich, C-375/12, EU:C:2014:138, apartado 30; y Kronos International, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 37

⁵⁵⁹ Sentencias Holböck, C-157/05, EU:C:2007:297, apartado 28; Fidium Finanz, C-452/04, EU:C:2006:631, apartado 25; Scheunemann, C-31/11, ECLI:EU:C:2012:481, apartado 33; Test Claimants in the FII Group Litigation, C-35/11, EU:C:2012:707, apartados 96 y 97; y Kronos International, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 38.

Cuando del objeto de tal legislación nacional se desprende que ésta se destina a aplicarse únicamente a las participaciones que permitan ejercer una influencia real en las decisiones de la sociedad de que se trate y determinar las actividades de ésta, no pueden invocarse ni el artículo 49 TFUE ni el artículo 63 TFUE⁵⁶⁰.

Una normativa nacional relativa al tratamiento fiscal de dividendos de un tercer país, que no sea aplicable exclusivamente a las situaciones en las que la sociedad matriz ejerce una influencia determinante en la sociedad que reparte los dividendos, debe apreciarse a la luz del artículo 63 TFUE. Por lo tanto, una sociedad residente en un Estado miembro, con independencia de la magnitud de la participación que posea en la sociedad que reparte dividendos establecida en un tercer país, puede invocar dicha disposición para cuestionar la legalidad de tal normativa⁵⁶¹.

Así pues, el Tribunal de Justicia ha declarado que una sociedad residente en un Estado miembro y titular de una participación en una sociedad residente en un tercer país que le confiere una influencia efectiva en las decisiones de esta última sociedad y le permite determinar sus actividades, puede invocar el artículo 63 TFUE para cuestionar la conformidad con este artículo de una legislación del referido Estado miembro relativa al tratamiento fiscal de dividendos originarios de dicho tercer país, cuando tal legislación no es aplicable exclusivamente a situaciones en las que la sociedad matriz ejerce una influencia determinante en la sociedad que distribuye los dividendos⁵⁶².

De lo anterior se deduce que, cuando la legislación nacional relativa al tratamiento de los dividendos no sea de aplicación exclusiva a situaciones en las que la sociedad matriz ejerce una influencia determinante en la sociedad que distribuye los dividendos, deberá tenerse en cuenta la importancia de la participación que ostenta la sociedad beneficiaria de los dividendos en la sociedad que los distribuye, siempre y

⁵⁶⁰ Sentencia *Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation*, C-524/04, ECLI:EU:C:2007:161, apartados 33, 34, 101 y 102; y *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 98.

⁵⁶¹ Sentencias *A*, C-101/05, EU:C:2007:804, apartados 11 y 27; y *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 99.

⁵⁶² Sentencias *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 104 y *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 39.

cuando en el asunto se puedan invocar tanto el artículo 49 TFUE como el artículo 63 TFUE y la importancia de dicha participación permita determinar si la situación de la que se ocupa la norma está comprendida en una u otra de las libertades consagradas, respectivamente, por ambas disposiciones del Derecho de la Unión⁵⁶³.

Cuando, habida cuenta de la localización en un tercer Estado de la sociedad que distribuye los dividendos, sólo quepa invocar la libre circulación de capitales frente a la legislación nacional relativa al tratamiento de los dividendos distribuidos por dicha sociedad, no se tendrá en cuenta la importancia de las participaciones que ostente en la sociedad que los distribuye. Efectivamente, una sociedad residente en un Estado miembro, con independencia de la magnitud de la participación que posea en la sociedad que distribuye dividendos y que está establecida en un tercer país, puede invocar el artículo 63 TFUE para cuestionar la legalidad de tal normativa⁵⁶⁴.

El referido razonamiento será asimismo de aplicación, por analogía, cuando, en función de los límites del ámbito personal de aplicación de la libertad de establecimiento, sólo se pueda invocar la libre circulación de capitales⁵⁶⁵.

Dado que el Tratado no amplía la libertad de establecimiento a los terceros países, es necesario evitar que la interpretación del artículo 63 TFUE, apartado 1, por lo que se refiere a las relaciones con los terceros países, permita que operadores económicos que excedan los límites del ámbito de aplicación territorial de la libertad de establecimiento extraigan provecho de ésta. Tal riesgo no existe en una situación en la que no se está regulando el acceso al mercado. En efecto, la legislación del Estado miembro de que se trata no contempla los requisitos de acceso al mercado de una sociedad de este Estado miembro en un tercer país o de una sociedad de un tercer país en dicho Estado miembro. Sólo se refiere al tratamiento fiscal de dividendos derivados de inversiones que el beneficiario de aquéllos efectuó en una sociedad establecida en un

⁵⁶³ Sentencias *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 40.

⁵⁶⁴ Sentencias *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707, apartados 99 y 104; *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 41.

⁵⁶⁵ Sentencia *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 42.

tercer país⁵⁶⁶.

La referencia al acceso al mercado como clave para articular la relación entre las dos libertades, permite aprehender que la relación entre ambas es complementaria. Si la restricción, en cuanto que afecta a una está justificada, es en todo caso conforme con el Tratado. Por tanto, no puede haber antinomia. El dilema surge si la restricción que afecta a terceros países. Por un lado, una interpretación armónica exige entender que si la restricción está justificada para ciudadanos de la UE, con mayor motivo lo está en el contexto de terceros países que no forman parte de ese Mercado Interior. No hay que olvidar que la libre circulación de capitales forma parte del Mercado Interior y que tiene una finalidad axiológica clara desde la Declaración Schuman. Las relaciones económicas con terceros países se desenvuelven en un contexto diferente y no resulta razonable extender los principios de acceso al mercado más allá de los participantes en el Mercado Interior. Sobre esta cuestión nos extenderemos en un epígrafe posterior.

⁵⁶⁶ Sentencia Test Claimants in the FII Group Litigation, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 100; y Kronos International, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartados 53 y 54.

3.4.- Las restricciones a la inversión extranjera.

3.4.1.- Concepto de restricción.

El artículo 63, apartado 1 TFUE prohíbe todas las restricciones a los movimientos de capitales. Como señala HINDELANG, esta prohibición se descompone en dos garantías complementarias: la igualdad de trato en el mercado, establecida por la prohibición de discriminación, y el acceso al mercado, concretado en la prohibición de obstáculos. La primera se refiere a las medidas nacionales aplicables de manera diferenciada, la última a las medidas aplicables indistintamente⁵⁶⁷.

Desde el punto de vista del término de comparación, el análisis del principio de discriminación puede hacerse desde dos enfoques distintos. Por un lado, la comparación entre los movimientos transfronterizos de capital y los movimientos nacionales de capital. Como señala HINDELANG, esta comparación se corresponde con el principio de derecho internacional económico de trato nacional⁵⁶⁸. Por otro lado, es posible que los movimientos transfronterizos de capital procedentes de/o dirigidos a los diferentes Estados miembros o terceros países reciban un trato diferente entre sí. Este enfoque se asemeja en su estructura al principio del derecho internacional económico del trato de la nación más favorecida⁵⁶⁹.

La utilización de esos dos enfoques es la más coherente con la finalidad del Tratado. Según advierte HINDELANG, *no sólo el principio de trato nacional, sino igualmente el principio de trato de nación más favorecida surge de la idea de igualdad de trato de las actividades económicas y la no discriminación en situaciones transfronterizas. Su función es la de garantizar que cada participante en el mercado goce de los mismos derechos materiales. Esto también es precisamente lo que se pretende alcanzar mediante las prohibiciones de discriminación contenidas en las*

⁵⁶⁷ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 115.

⁵⁶⁸ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 131.

⁵⁶⁹ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 131-132.

*libertades fundamentales y en el Art. 12 CE. La dotación de igualdad con los derechos (y obligaciones) de los participantes en el mercado constituye la proposición indispensable de toda organización de integración económica. El funcionamiento del Mercado Interior requiere esencialmente una igualdad de condiciones competitivas y la ausencia de proteccionismo. Por lo tanto, en resumen, se podría sugerir que el trato de nación más favorecida es, de la misma manera que el trato nacional, por lo general inherente a la noción de una íntima comunidad de Estados*⁵⁷⁰.

Por lo que se refiere a la forma de la discriminación, la jurisprudencia y la doctrina coinciden en subrayar que el Tratado proscribía no sólo la discriminación directa, sino también la indirecta. Para HINDELANG, la “discriminación directa” se refiere a una medida nacional que contiene un criterio de distinción prohibido expresamente en el tratado (v.gr. la nacionalidad) como uno de sus elementos. Por su parte, la “discriminación indirecta” se produce cuando el criterio de distinción prohibido se sustituye por el criterio alternativo, neutral en apariencia, pero que de hecho conduce al mismo resultado como si la distinción se basara en el criterio de distinción prohibido⁵⁷¹.

En cuanto al acceso al mercado y la prohibición de obstáculos, según la jurisprudencia, el artículo 63 del Tratado prohíbe de manera general las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros. Dicha prohibición va más allá de la eliminación de toda desigualdad de trato de los operadores en los mercados financieros basada en su nacionalidad⁵⁷². Por tanto, desde el punto de vista conceptual, podríamos señalar que la discriminación es una noción dentro de la categoría más general de restricción. Como categoría, la restricción, desde una fase seminal del Derecho europeo, se caracteriza por la existencia de un obstáculo para el acceso al

⁵⁷⁰ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 133-134

⁵⁷¹ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 135-136

⁵⁷² Sentencias Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326, apartado 44; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 40; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 56; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273, apartado 43.

mercado⁵⁷³. En palabras del Abogado General CRUZ VILLALÓN, la discriminación por razón de la nacionalidad constituye la manifestación más descarnada de proteccionismo nacional. En una Unión que proclama la creación de un mercado sin fronteras interiores, la existencia de discriminaciones directas por razón de nacionalidad constituye la negación de la idea misma de la integración⁵⁷⁴.

3.4.2.- Relevancia de los casos de la acción de oro.

En lo relativo a las restricciones a la inversión extranjera por razones de seguridad económica nacional, los casos de referencia son los que han venido en llamarse como la saga de la acción de oro⁵⁷⁵. Con carácter general se ha subrayado por

⁵⁷³ *En una fase inicial del desarrollo del Derecho Comunitario, el Tribunal de Justicia ya se había dado cuenta de que la mera prohibición de discriminación en los movimientos transfronterizos no era suficiente para reducir significativamente las restricciones nacionales existentes con el fin de integrar las diferentes economías europeas en un Mercado Común. La prohibición de discriminación es simplemente ineficaz en los casos en que no hay nada en el Estado de acogida a lo que se puede comparar una determinada transacción transfronteriza. De la misma poca de ayuda será la prohibición de la discriminación si las leyes y reglamentos del Estado receptor, aunque no sean discriminatorias, hacen que sea poco atractivo para un participante de mercado no nacional el entrar en el mercado, debido a los costes adicionales que incurrirá para cumplir con las normas del país de origen y los posibles países de acogida. No es la existencia de dichas leyes y reglamentos lo que causa el problema, sino más bien su aplicación indiscriminada a las situaciones nacionales y transfronterizas lo que se traduce en barreras reales para las segundas.* HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 117

⁵⁷⁴ Conclusiones del Abogado General CRUZ VILLALÓN en el asunto Comisión/Bélgica, C-47/08, EU:C:2010:513, apartado 129.

⁵⁷⁵ A nuestro juicio, en esta categoría se deben incluir las Sentencias Comisión/Italia, C-58/99, EU:C:2000:280; Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273; Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350; Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608; Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623; Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694.

autores como PADRÓS y COCCIOLO que los casos de la acción de oro constituyen verdaderos “leading cases”⁵⁷⁶. Según PUTEK, *las sentencias son muy importantes por varias razones. En primer lugar, a nivel práctico, ya que proporcionan un marco para el análisis futuro de las acciones de oro. En segundo lugar, desde una perspectiva más amplia, las decisiones abarcaron algunos de los principios fundamentales, como la proporcionalidad y la seguridad jurídica, establecidos en relación con las demás libertades fundamentales, importando elementos que pueden convertirse en principios fundamentales en el Derecho de los movimientos de capital. En tercer lugar, los fallos son un gran paso hacia el logro de un mercado integrado. Por último, en un nivel práctico, los fallos proporcionan una orientación para futuras acciones de oro que todavía se pueden utilizar para proteger los intereses públicos vitales, ya que el Tribunal no extirpa la capacidad de los Estados miembros para proteger verdaderamente importantes intereses nacionales*⁵⁷⁷.

Desde el punto de vista del objeto de nuestro estudio, es decir, las relaciones entre soberanía económica y seguridad nacional esta importancia es, aun si cabe, más patente. En palabras de SZYSZCZAK, *los casos reflejan la continua batalla de competencia entre los Estados miembros, el sector privado y la comunidad de la Unión Europea*⁵⁷⁸.

⁵⁷⁶ Como acertadamente subrayan estos autores, “*las sentencias sobre acciones de oro se consideran verdaderos leading cases, en tanto proporcionan una importante aportación al acervo comunitario, en primer lugar, porque contribuyen a fijar el alcance y las restricciones permitidas a la libertad de circulación de capitales; en segundo lugar, porque establecen importantes referencias en materia de operaciones de adquisición intracomunitaria (takeover regulation); en tercer lugar, porque proporcionan un marco dentro del cual analizar las relaciones entre empresas públicas y derecho europeo; y finalmente, porque inciden sobre el derecho de sociedades y respaldan los propósitos de la Comisión de unificar tal derecho*”. PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07*. Revista española de derecho europeo. Nº. 33, 2010, Pág. 140-141.

⁵⁷⁷ PUTEK, Christine O’Grady. *Limited But Not Lost: A Comment on the ECJ’s Golden Share Decisions*. 72 Fordham L. Rev. 2219. 2004.. Pág. 2285

⁵⁷⁸ SZYSZCZAK, Erika. *Golden shares and Market Governance*. Legal Issues of Economic Integration. 2002, volume 29 (3). Pág. 261.

La saga de las acciones de oro tiene su origen en un momento histórico concreto que pone de manifiesto las serias tensiones geoeconómicas que están latentes en el proceso de integración. Desde el punto de vista del proceso de integración, tal y como advierte BUSTILLO SAEZ, el problema surge con ocasión de la ola de privatizaciones de los años 80, la definitiva liberalización de los mercados de capitales y la puesta en marcha del proceso de Unión Monetaria⁵⁷⁹. De esta manera, siguiendo a BENYON se puede afirmar que en el área de privatizaciones surgió un interesante debate en relación con la noción de restricción, así como el papel del Estado⁵⁸⁰.

En efecto, la ola de privatizaciones supuso un cambio en el paradigma de la relación entre el poder público y el poder privado⁵⁸¹. Como ha advertido SCARCHILLO, *la participación del Estado en el accionariado de las empresas era una práctica común en la mayoría de las economías europeas, por lo menos hasta la década de 1980. La «nacionalización» de las empresas ha tenido de hecho una larga tradición en Europa. Después de la Segunda Guerra Mundial, importantes sectores de la economía fueron nacionalizados en toda Europa Occidental, en parte como*

⁵⁷⁹ Recuerda BUSTILLO SAEZ que, como pone de relieve la doctrina, el momento histórico en el que tiene lugar la privatización acelerada es importante porque coincide con la definitiva liberalización de los movimientos de capital en la UE y con el proceso de Unión Monetaria, fenómenos que persiguen crear un mercado financiero europeo integrado y eficiente. En este contexto se entiende la preocupación de la Comisión por los regímenes sobre la acción de oro, ya que las restricciones a la toma de participaciones suponen compartimentar los mercados nacionales de capitales y frustrar los beneficios del mercado financiero europeo. Y de ahí también la Comunicación de la Comisión sobre inversiones intracomunitarias, realizando un análisis conjunto de las dos libertades comunitarias afectadas en tanto que las inversiones constituyen movimientos de capitales y al mismo tiempo condición previa para poder ejercer el establecimiento, con el objetivo de reducir el riesgo de interpretaciones jurídicas divergentes de las autoridades nacionales y de los operadores económicos (aps. 1 y 2). BUSTILLO SAEZ, María del Mar. *Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la “doctrina” de la acción de oro: (segunda parte)*. Revista de derecho mercantil, N° 260, 2006. Pág. 458-459.

⁵⁸⁰ BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 16

⁵⁸¹ Para tener una visión de conjunto de la ola de privatizaciones vid. ARIÑO, Gaspar. *Economía y Estado. Crisis y reforma del sector público*. Madrid: Marcial Pons, 1993. Págs. 215-231.

Para el caso español, ARIÑO ORTIZ, Gaspar. *Empresa Pública, Empresa Privada, Empresa de Interés General*. Pamplona: Aranzadi, 2007. Págs.171-181.

consecuencia de la denominada «desnazificación»⁵⁸². Así mismo, otra ola de nacionalizaciones, que comenzó en Europa durante la década de 1970, se dirige al rescate de empresas y de ramas industriales con problemas financieros⁵⁸³.

En esta misma línea, GRUNDMAN y MÖSLEIN subrayan que *la propiedad pública era una característica común de las economías europeas, por lo menos hasta la década de 1980, y la nacionalización de las empresas tiene una larga tradición en toda Europa: después de la Segunda Guerra Mundial, una parte considerable de la economía se nacionalizó todas partes en Europa Occidental, en parte como consecuencia de la desnazificación. Otra ola de nacionalizaciones en el ámbito europeo en la década de 1970 se dirigió principalmente al rescate de empresas e industrias en dificultades económicas. Otras nacionalizaciones sustanciales tenían motivaciones políticas: en Portugal como consecuencia de la revolución de 1974, y en Francia, donde el gobierno socialista nacionaliza 13 de las mayores empresas francesas en los años 1981-1982*⁵⁸⁴.

Sin embargo, a partir de la década de 1980 esta tendencia se invierte, de manera que alcanza incluso a los sectores que hasta entonces se consideraban estratégicos, como los servicios públicos del agua, el gas, las telecomunicaciones o la electricidad⁵⁸⁵. En palabras de SZYSZCZAK, *una característica destacada de finales de los 80 y de los 90 fue la retirada del sector público de una participación directa en el mercado. En Europa el movimiento hacia una menor intervención del Estado, que parte de un*

⁵⁸² SCARCHILLO, Gianluca. *Privatizations, Control Devices and Golden Share. The Harmonizing Intervention of the European Court of Justice*. Comparative Law Review, Vol 3, No 2 (2012) Pág. 2.

⁵⁸³ SCARCHILLO, Gianluca. *Privatizations, Control Devices and Golden Share. The Harmonizing Intervention of the European Court of Justice*. Comparative Law Review, Vol 3, No 2 (2012) Pág. 2.

⁵⁸⁴ GRUNDMAN, Stefan, y MÖSLEIN, Florian. *Golden Shares - State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*. European Banking Financial Law Journal (EUREDIA), 1, 2004. Pág. 5.

⁵⁸⁵ *Desde mediados de la década de 1980, el proceso de privatización se ha extendido a los servicios públicos, como el agua, el gas, las telecomunicaciones y la electricidad. Estos sectores tradicionalmente se caracterizan por un enfoque regulador fuerte, que, en Europa, ha tenido históricamente la forma de propiedad estatal de la empresa.* SCARCHILLO, Gianluca. *Privatizations, Control Devices and Golden Share. The Harmonizing Intervention of the European Court of Justice*. Comparative Law Review, Vol 3, No 2 (2012) Pág. 4.

*proceso más amplio de liberalización del mercado, y dentro de este proceso la privatización tuvo un papel central en varias economías*⁵⁸⁶. La tendencia se inició en Gran Bretaña al acceder Margaret Thatcher al poder a finales de los 70, si bien algunos autores cuestionan que se debiera a orientaciones neoliberales y sugieren que, en primera instancia, obedecen a razones de índole presupuestaria y de saneamiento de la deuda pública⁵⁸⁷. Como destacan SIEGRIST, LAVALLE Y GARGALLO, *desde la década de los 80, la privatización es un fenómeno común en casi todos los países que forman parte de la Unión Europea. Esta circunstancia es debida a que este proceso se utiliza por los gobiernos como medio de saneamiento de finanzas públicas; aumento del sector productivo de la economía nacional; facilidad para el acceso del accionariado popular a los mercados financieros; y limitación del poder del Estado en el sector*

⁵⁸⁶ SZYSZCZAK, Erika. *Golden shares and Market Governance*. Legal Issues of Economic Integration. 2002, volume 29 (3). Pág. 255.

⁵⁸⁷ *La privatización surgió como una tendencia mundial hace unos 20 años y, particularmente, dentro de la UE. Gran Bretaña, como pionera, comenzó las primeras privatizaciones en 1977; cobró impulso en 1979, cuando el gobierno conservador de Thatcher se hizo cargo. A pesar de su carácter de modelo en términos de escala y de éxito, muchos autores niegan que estas privatizaciones se originasen a partir de una estrategia política coherente. Más bien son vistas como centradas en una reducción de las deudas nacionales (incluidas las de las empresas de propiedad del Estado), y en la disminución de las tasas de impuesto sobre la renta en una etapa posterior. Sólo mucho más tarde se formuló un concepto neoliberal con el fin de reducir la interferencia pública en la economía, el aumento de participación privada y el fomento de la eficiencia económica. La misma variedad de propósitos de privatización se puede observar en otros Estados miembros. La tendencia a la privatización de los años 90 se debió principalmente a razones presupuestarias, ya que el Tratado de Maastricht, instó a los Estados miembros a reducir la deuda pública, como condición previa para la introducción del euro. Por otra parte, las privatizaciones francesas sustanciales en los años 80 y principios de los 90 estaban destinadas a cambiar las estructuras de propiedad y el desarrollo de los mercados de capitales. En otros Estados miembros, una política de privatización coherente es menos perceptible, al menos antes de mediados de los años 90: en Italia debido que a su gobierno cambia con frecuencia, los Países Bajos simplemente poseían menos empresas estatales que privatizar, a otros países le faltaba motivación para privatizar, como España, y, más aún, Bélgica e Irlanda. Del mismo modo en Alemania: los sindicatos instaron que los planes del gobierno se redujeran en 1985, y fue sólo después de la reunificación que la reestructuración fundamental de la economía de la antigua RDA afectó a la participación del Estado en la industria también. GRUNDMAN, Stefan, y MÖSLEIN, Florian. *Golden Shares - State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*. European Banking Financial Law Journal (EUREDIA), 1, 2004. Pág. 6-8.*

*económico y empresarial*⁵⁸⁸.

Ahora bien, el hecho de que las empresas afectadas pasaran al sector privado no hizo desaparecer el interés público en controlar esos sectores estratégicos para garantizar el normal funcionamiento de la economía nacional⁵⁸⁹. Como han señalado ARIÑO Y DE LA CUÉTARA, lo que ha sucedido es que la regulación, en lugar del monopolio y gestión pública, como antaño, se encarga de garantizar el interés público en los sectores calificados de “estratégicos”⁵⁹⁰.

En esta línea, recuerda BENYON que en su Comunicación de 1997⁵⁹¹, *la Comisión expuso su preocupación de que los Estados miembros estuvieran introduciendo restricciones a la libre circulación en relación con la inversión transfronteriza, en particular en el contexto de las privatizaciones. En efecto, los Estados miembros, siguiendo el ejemplo de la señora Thatcher, procedieron a privatizar empresas anteriormente propiedad del Estado en redes clave, tales como la generación de energía, telecomunicaciones, aeropuertos y otras áreas de transporte.*

⁵⁸⁸ SIEGRIST RIDRUEJO, Pablo; GARGALLO GONZÁLEZ, Emilia; y LAVALLE MERCHÁN, Jesús. *La acción de oro o El problema de las privatizaciones en un mercado único*. Madrid: Centro de Política de la Competencia del Instituto de Estudios Europeos, 2003. Pág. 6.

⁵⁸⁹ Como indican PADRÓS Y COCCIOLO, *que es evidente que «privatización» no puede equivaler a desaparición de la presencia pública en ciertos ámbitos del mercado, puesto que en los mencionados ámbitos no desaparecen los intereses generales*. PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07*. Revista española de derecho europeo. N.º. 33, 2010. Pág. 126

⁵⁹⁰ *Ahora bien, en estos sectores renovados existen -viejas y permanentes necesidades. La actividad debe ser incesante y los servicios deben fluir hacia sus destinatarios en forma regular y continua, puesto que ni el agua ni la electricidad pueden faltar -hoy, menos que nunca- en los hogares, ni las ciudades pueden funcionar sin transportes y comunicaciones eficientes, ni las sociedades contemporáneas pueden prescindir de un continuo e intenso flujo de información noche y día, sin cesar un instante. La regulación, en lugar del monopolio y gestión pública, como antaño, se encarga de ello en los sectores calificados de «estratégicos»*. ARIÑO ORTIZ, Gaspar y CUÉTARA, Juan Miguel de la. *Algunas ideas básicas sobre regulación de sectores estratégicos*. Cuadernos de Derecho Público N.º 9, 2000, Pág. 10.

⁵⁹¹ Comunicación de la Comisión relativa a determinados aspectos jurídicos que afectan a las inversiones intracomunitarias. Diario Oficial n.º C 220 de 19.07.1997 p. 15 /18.

*Sin embargo, estaban poco dispuestos a renunciar a un cierto control de las actividades de estas empresas a pesar de esas ventas*⁵⁹². De hecho, el propio Tribunal de Justicia, citando la Comunicación de 1997, ha admitido que no es posible ignorar las preocupaciones que pueden, en función de las circunstancias, justificar que los Estados miembros conserven cierta influencia en las empresas inicialmente públicas que se privaticen posteriormente, cuando dichas empresas actúen en el ámbito de los servicios estratégicos o de interés general⁵⁹³.

Por este motivo se trató de arbitrar por parte los Estados mecanismos que pudieran conciliar estos dos intereses contrapuestos⁵⁹⁴. Las motivaciones públicas que están latentes en este conflicto son variadas, pero en todo caso de una especial sensibilidad política⁵⁹⁵. Desde la doctrina francesa THIRION explica que, *en efecto, se*

⁵⁹² BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 16

⁵⁹³ Sentencias Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326, apartado 47; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 43; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328 apartado 43; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 43; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 66; Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752, apartado 41.

⁵⁹⁴ Como señalan SIEGRIST, LAVALLE y GARGALLO, *el problema se plantea, sin embargo, una vez adoptada la decisión de privatizar una empresa que era pública, ya que tales empresas suelen actuar en sectores estratégicos de la economía nacional y los gobiernos nacionales no están dispuestos a perder definitivamente su capacidad de influir en sus decisiones. No debe olvidarse que son empresas que estaban controladas de forma exclusiva por el ejecutivo, lo que parece fundamental para entender que éste siga manteniendo una cierta capacidad de control sobre ellas. Por otro lado, su pertenencia al ámbito de la economía estratégica indica que actúan en sectores vitales para el buen funcionamiento de la economía del país, y ello contribuye decisivamente a que los gobiernos quieran controlarlas de una forma muy especial, intentando proteger así sus economías. Así, existe legislación que permite al Gobierno ejercer el derecho de veto sobre decisiones o actos de empresas privatizadas en la mayoría de los Estados miembros de la Unión, así como en alguno de los Estados candidatos a la adherirse en breve a la misma*. SIEGRIST RIDRUEJO, Pablo; GARGALLO GONZÁLEZ, Emilia; y LAVALLE MERCHÁN, Jesús. *La acción de oro o El problema de las privatizaciones en un mercado único*. Madrid: Centro de Política de la Competencia del Instituto de Estudios Europeos, 2003. Pág. 4-5.

⁵⁹⁵ Ello plantea además el problema de cómo definir el interés nacional. Así, como señalan SIEGRIST, LAVALLE Y GARGALLO, *el conflicto en cuanto a la privatización sucede cuando pasan a manos privadas empresas de titularidad pública que fueron creadas para garantizar la prestación de servicios*

puede afirmar que, sin estar sometidos a la exigencia de un control constante del gobierno, una actividad cuya organización tenía a su cargo y encomendó al sector privado, presenta contornos que no son ajenos al interés general o el interés público. Ciertamente, no podemos dejar de resaltar la evanescencia de estos conceptos: se refieren esencialmente a la percepción de qué hará el gobierno bajo ciertas circunstancias determinadas. No es menos concebible diseñar una transferencia al sector privado de una empresa pública respecto de la cual la comunidad política continúe sin embargo pensando que actúa todavía, al menos en una cierta medida, con preocupaciones que trascienden los meros intereses individuales. Por tanto, diversas circunstancias pueden llevar al gobierno a mantener el control sobre el funcionamiento de la empresa privatizada o la composición de su accionariado. Así, en algunos sectores sensibles, la autoridad pública podría limitar la presencia de la inversión no nacional en el capital social cedido al sector privado o la participación que un solo accionista puede detentar en este tipo de empresas privatizadas. Del mismo modo, la protección de los intereses nacionales o de la independencia nacional, o incluso las necesidades del servicio público pueden justificar el mantenimiento a cargo de la autoridad pública de determinados poderes respecto de la totalidad o una parte de las decisiones más trascendentales de la empresa entregada a la iniciativa privada⁵⁹⁶.

En conclusión, podemos encontrar dos tipos de razones que amparan la decisión de adoptar esta clase de medidas. Por un lado, se suele aludir a la garantía del funcionamiento de los servicios y, por otro, directamente a la necesidad de garantizar la independencia económica nacional⁵⁹⁷. Respecto de esta segunda cuestión, están siempre

de interés general dentro del Estado. La acción de oro que se crea para garantizar el interés nacional plantea el problema de la definición de este término. SIEGRIST RIDRUEJO, Pablo; GARGALLO GONZÁLEZ, Emilia; y LAVALLE MERCHÁN, Jesús. La acción de oro o El problema de las privatizaciones en un mercado único. Madrid: Centro de Política de la Competencia del Instituto de Estudios Europeos, 2003. Pág. 7.

⁵⁹⁶ THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. N° 3-4. 2003. Págs. 225-226.

⁵⁹⁷ Así lo advierte HINOJOSA MARTÍNEZ al razonar que, *en el proceso de privatizaciones, los EE.MM. han utilizado diversos mecanismos, que se agrupan bajo el nombre genérico de “acción de oro”, para mantener un cierto control sobre la propiedad y la gestión de las empresas privatizadas. Ciertamente, cuando esas empresas prestan servicios públicos esenciales, parece evidente que el Estado debe tomar*

latentes las asimetrías entre los procesos de liberalización entre los distintos Estados miembros y las tensiones que pueden generar en el funcionamiento del mercado.

De esta manera, para afrontar estos desafíos los Estados fueron arbitrando diversas medidas de una naturaleza heterogénea. Como indican GIPPINI y RODRÍGUEZ MINGUEZ el fenómeno *ocurre cuando el pase a manos privadas de empresas de titularidad estatal, sea o no completo, se ve mitigado a través de la reserva en favor del antiguo accionista público de importantes prerrogativas para intervenir en su estructura accionarial y su gestión, especialmente en relación con las empresas privatizadas en sectores considerados estratégicos o vinculados a la prestación de servicios públicos*⁵⁹⁸. Siguiendo a PADRÓS y RODRÍGUEZ podemos señalar que en estos casos la intervención pública puede mostrarse en tres vestimentas: la intervención reguladora clásica, que casi siempre se mantiene intacta pues corresponde al poder soberano de los Estados emanar su Derecho administrativo; la autorización administrativa tipo “golden share”; y la participación accionarial privilegiada, que entraría de lleno en una cuestión de derecho societario, al menos cuando el accionista es público⁵⁹⁹.

las medidas adecuadas para garantizar que la aplicación de criterios de gestión exclusivamente guiados por la maximización del beneficio económico no acaben perjudicando a los ciudadanos, ya sea por el deterioro en la prestación del servicio, o incluso por su desaparición, tras la venta de la compañía o de las infraestructuras necesarias para dicha prestación. Un segundo motivo que ha propiciado la proliferación de estos derechos especiales del Estado en las empresas privatizadas se relaciona con el deseo de evitar que la compañía privatizada caiga en manos de un Estado extranjero, al ser adquirida por otra empresa que no haya sido privatizada, o en la que dicho Estado extranjero mantenga una participación mayoritaria. HINOJOSA MARTÍNEZ, Luis Miguel. *La acción de oro en derecho comunitario: activismo judicial versus intervencionismo estatal*. Revista General de Derecho Europeo, Nº. 2, 2003. Pág. 5

⁵⁹⁸ GIPPINI FOURNIER, Eric y RODRÍGUEZ MÍGUEZ, José Antonio. “Golden shares” en la Comunidad Europea: *¿fin de la edad dorada?* Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia. Nº 220, 2002. Pág. 39.

⁵⁹⁹ RODRÍGUEZ MÍGUEZ, José Antonio y PADRÓS I REIG, Carlos. *Las acciones de oro, el Derecho de sociedades y el Mercado Interior. Reflexiones a propósito de la STJCE sobre la Ley Volkswagen*. Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia, Nº 8, 2009. Pág. 60.

3.4.3.- Concepto de acción de oro.

Destacan ARIÑO Y LÓPEZ DE CASTRO que las acciones de oro engloban realidades y prácticas de muy diverso alcance y contenido⁶⁰⁰. Por ello, a la hora de analizar estas figuras se ha venido a distinguir entre un concepto estricto de acción de oro y un concepto amplio de acción de oro.

Desde el primer punto de vista, consiste *en transformar una acción ordinaria de la sociedad que se privatiza en acción especial o golden share (acción de oro). Esta acción que tras la privatización queda en manos del Gobierno, lleva aparejados unos derechos especiales que hacen imprescindible el consentimiento de su titular para que la entidad pueda adoptar válidamente determinadas decisiones que se consideran relevantes para los intereses nacionales*⁶⁰¹. Esta previsión suele introducirse mediante una cláusula incluida en los estatutos de la sociedad, aunque también puede venir prevista en una norma jurídica. Además, según precisa TAPIA HERMIDA, *cuando se trata de la constitución de "núcleos duros" de accionistas que funcionan concertadamente y conforme a determinados pactos o acuerdos con el Estado, en puridad no se está ante acciones de oro, sino ante otra técnica de control societario*⁶⁰².

Desde el punto de vista doctrinal se define la existencia de un concepto amplio de acción de oro. En este sentido podemos señalar con SALAZAR y HERNÁNDEZ que *la naturaleza que los Estados han atribuido a la "acción de oro" varía según el instrumento utilizado para su implantación, que se ha llevado a cabo mediante elementos normativos (leyes y reglamentos) o estatutarios (cláusulas en los estatutos de la sociedad)*⁶⁰³. Este enfoque lo sigue también el francés THIRION cuando destaca

⁶⁰⁰ ARIÑO ORTIZ, Gaspar y LÓPEZ DE CASTO GARCÍA-MORATO, Lucía. *La competencia en sectores regulados. Regulación empresarial y mercado de empresas*. 2ª Edición, ampliada. Granada: Comares, 2003. Pág. 489.

⁶⁰¹ ÁLVAREZ, Enrique y CALLEJA, Ángel. *Privatizaciones y el sistema de la acción especial ("golden share")*. *Economistas*, Año N° 13, N° 63, 1995, Pág. 45.

⁶⁰² TAPIA HERMIDA, Antonio. *La acción de oro (golden share)*. *Revista de derecho bancario y bursátil*, Año n° 27, N° 110, 2008. Pág. 223-224.

⁶⁰³ SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, Laura y HERNÁNDEZ, Valeriano. *La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas*. *Revista de derecho bancario y bursátil*. N° 97, 2005. Pág. 108.

que se utilizan generalmente dos grandes tipos de mecanismos: uno que se correspondería con técnicas de derecho público y otro con técnicas de derecho privado. En el primer caso se trata de medidas destinadas a contener, por medio de prohibiciones legales o procedimientos administrativos adecuados, el margen de maniobra de las sociedades privatizadas en cuanto a la toma de ciertas decisiones, incluso las de sus accionistas en lo relativo a la evolución de la composición del accionariado. En el segundo, se tiende a dar a las autoridades públicas tales prerrogativas, incluso más aún, a través de ajustes societarios poco en línea con los principios del Derecho común de Sociedades de los diferentes sistemas jurídicos⁶⁰⁴.

Las medidas derivadas de las prohibiciones legales o de la ejecución de procedimientos administrativos específicos son de dos tipos: uno, comúnmente extendido, tiene por objeto garantizar un cierto control de la evolución de la composición del accionariado, para evitar las reestructuraciones de capital indeseables; las otras, que se acogieron principalmente en Derecho español, tienden además a conferir a la autoridad pública un derecho a examinar los tipos de decisiones de las sociedades privatizadas cuyas consecuencias son más graves para su futuro⁶⁰⁵.

Las medidas de Derecho privado suelen consistir en el recurso a mecanismos generales o derogatorios del Derecho de Sociedades. En estos casos, con el fin de ejercer el derecho de revisión que le garantice el control de las cuestiones de interés público, la autoridad pública puede también utilizar instrumentos formados en el marco del derecho de sociedades, o mediante el uso de los recursos habituales – tal es el caso del Derecho inglés- ya sea haciendo los ajustes necesarios a los objetivos perseguidos, entrando en escena un derecho de sociedades derogatorio, una *lex specialis* en suma⁶⁰⁶.

El hecho de que se popularizara, no sólo en la prensa, sino también en la doctrina, la denominación de acción de oro o “golden share” obedece a que la referencia

⁶⁰⁴ THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. N° 3-4. 2003. Págs. 228-229.

⁶⁰⁵ THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. N° 3-4. 2003. Págs. 229.

⁶⁰⁶ THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. N° 3-4. 2003. Págs. 234.

fue el modelo establecido en Derecho inglés. El modelo inglés se tomó como patrón, con independencia de que se recurriera a técnicas de Derecho Privado o de Derecho público⁶⁰⁷. El que este mecanismo fuera utilizado por vez primera en Derecho inglés lo explica THIRION, al precisar que *esta institución está plenamente reconocida por el derecho común de sociedades en el Reino Unido. Desde la decisión de la Cámara de los Lores en el caso Bushell v. Faith*⁶⁰⁸, el derecho de sociedades inglés consagra en efecto, sin lugar a dudas, la admisibilidad de las acciones de voto plural, es decir, de valores con una potencia de voto multiplicada. La admisibilidad de las acciones de voto plural en el sistema legal inglés explica que, más que un mecanismo que requiere una intervención legal, la acción de oro haya podido fácilmente colocarse entre las cláusulas estatutarias adecuadas⁶⁰⁹.

La adaptación de esta figura a los Derechos continentales supuso, como advierte URÍA FERNÁNDEZ, matizar su origen mercantil a través de un estatuto singular al accionista público⁶¹⁰. Es lo que THIRION denomina mecanismos derogatorios del

⁶⁰⁷ Como advierten SALAZAR y HERNÁNDEZ. la “acción de oro” o *golden share* fue creada por primera vez a raíz de las privatizaciones llevadas a cabo a finales de la década de los setenta y principios de los ochenta en Gran Bretaña. Cuando se consideraba que existía un interés público en la prestación de bienes y servicios por la empresa privatizada, se atribuía a la Administración un derecho de intervención en sus decisiones, mediante el mecanismo de creación de una acción privilegiada. El modelo británico ha sido seguido por la mayoría de los países europeos, a través de mecanismos que tienen en común la atribución a la Administración de un poder de decisión sobre ciertos aspectos de la empresa privatizada, bien mediante mecanismos de Derecho Privado (creación de acciones privilegiadas, introducción de ciertas disposiciones estatutarias, etc.) o de Derecho público (potestades administrativas atribuidas en la ley y fundadas en la protección de fines de interés general). SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, Laura y HERNÁNDEZ, Valeriano. *La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas*. Revista de derecho bancario y bursátil. N° 97, 2005. Pág. 107.

⁶⁰⁸ *Bushell v. Faith* [1970] AC 1099.

⁶⁰⁹ THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. N° 3-4. 2003. Págs. 235-236.

⁶¹⁰ Como no podía ser de otra manera, el paso de un Estado de *common law* a los Estados en que regían derechos de corte continental –como sucede en varios de los casos enumerados– determinó que la *golden share* se alejase de su primitivo origen «cuasi mercantil» (de hecho, «la acción de oro», también conocida como «acción especial» no representaba el ejercicio de poderes exorbitantes por parte de la Administración, sino, más bien, el reconocimiento de un estatuto singular a un accionista (público)

derecho común de sociedades, que engloban tanto la denominada “acción específica” como los “poderes especiales”⁶¹¹.

En el primer caso, nos encontramos que los poderes están vinculados a una acción especial, llamada acción específica, cuya titularidad corresponde al poder público. En cuanto al concreto contenido de esas facultades se suele distinguir entre la acción específica francesa y la belga. La acción específica francesa otorga una potestad de aprobación de ciertas tomas de participación, la facultad de nombramiento de administradores y la de vetar ciertas decisiones de importancia relativas a la disposición de activos⁶¹². Por el contrario, la acción específica belga se limitaba a un poder de oposición de las operaciones significativas relativas a los títulos con derecho a voto, los actos de disposición de activos estratégicos, y el nombramiento de administradores⁶¹³.

mediante instrumentos jurídicos no enteramente extraños al Derecho mercantil, como era la modificación de los estatutos sociales. URÍA FERNÁNDEZ, Francisco. *El régimen de autorización administrativa previa de la Ley 5/1995, de 23 de marzo, como mecanismo jurídico complementario a la política de defensa de la competencia.* Anuario de la competencia, Nº 1, 2000, Pág. 176.

⁶¹¹ THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur.* Cahiers de droit européen. Nº 3-4. 2003. Págs. 237-245.

⁶¹² *La acción específica "a la francesa" se puede identificar en tres categorías de elementos (pero no es esencial que deban concurrir todos estos poderes). En primer lugar, la acción específica puede someter a la aprobación del Ministro de Economía las inversiones de capital superiores al 10 por 100 del capital realizada por una persona o personas que actúen en concierto. [...]. Además, en paralela el este poder de aprobación también se consagra un poder de nombramiento en la Junta Directiva o Consejo de Administración, en su caso, de uno o dos representantes del Estado designados por decreto y sin voto deliberativo. Por último, el Ministro también puede tener el poder de oponerse, en las condiciones fijadas por decreto en Consejo de Estado a la decisión de transferir activos o ciertos tipos de activos de la Sociedad o de sus filiales o la asignación de los mismos como garantía, en la medida en que estas decisiones son probablemente de una naturaleza que puede afectar los intereses nacionales.* THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur.* Cahiers de droit européen. Nº 3-4. 2003. Págs. 238-239.

⁶¹³ *La acción específica “a la belga” garantiza a los poderes públicos las siguientes prerrogativas:*

1º Poder de oposición del Ministro competente en materia de energía contra las operaciones significativas que afecten a los títulos con derecho de voto de las empresas en cuestión que, debido a cambios en las relaciones de voto que se producen en el seno de sus órganos, afectarían a los intereses nacionales en el ámbito de la energía;

2º Poder de oposición del mismo ministro contra toda cesión, afectación a título de garantía o cambio

El régimen belga no tenía ninguna medida dirigida a evitar tomas de control indeseadas ya que, como apunta THIRION, el Estado belga al diseñar y ejecutar la privatización estableció una estructura accionarial que evitaba este riesgo⁶¹⁴.

En el segundo caso, implantado en Derecho italiano, el poder público renuncia a la propiedad de la acción, pero, mediante la previa inserción de cláusulas en los estatutos sociales, se reservan una serie de poderes especiales al Ministro de Hacienda. Los poderes especiales confieren una potestad de aprobación de ciertas tomas de participación, la de vetar ciertas decisiones societarias de importancia y la facultad de nombramiento de administradores⁶¹⁵. El contenido exacto de la cláusula, recogiendo

del destino de los activos estratégicos de Fluxys, Distrigas y SNTC, de los cuales se anexa una lista de las órdenes que les afectan respectivamente. Con el fin de garantizar la correcta ejecución de esta disposición, las operaciones relativas a los activos estratégicos deben ser notificadas con antelación al Ministro y puede ejercer su derecho de oposición dentro de los veintidós días siguientes a la notificación;
3 ° el nombramiento de dos representantes del Gobierno Federal en el Consejo de Administración y, en su caso, el comité de dirección de las empresas afectadas. THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. N° 3-4. 2003. Págs. 241.

⁶¹⁴ *A diferencia de lo que, en principio, ha tenido lugar en el Reino Unido y Francia, hasta cierto punto, al menos, el propósito principal de la introducción, en la legislación belga, de la acción específica no ha sido evitar las tomas de control no deseadas. Y por una buena razón: en las empresas en cuestión, el Estado belga se aseguró bien de que el control que debía ser ejercido sobre ellas a raíz de la privatización estaría, si uno se atreve a escribirlo, en "buenas manos". Dada la estructura del accionariado, estas empresas están de hecho prevenidas contra el riesgo de adquisiciones hostiles.* THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. N° 3-4. 2003. Págs. 242.

⁶¹⁵ *Estos "poderes especiales" se pueden dividir en tres categorías:*
1° en ciertas circunstancias, la potestad de autorización de cualquier inversión de capital y todo pacto de accionistas que reúna a una vigésima parte del capital social o menos, si un Decreto del Ministro de Hacienda así lo decide. La autorización debe ser acordada expresamente en un plazo estricto (sesenta días). Hasta el otorgamiento de la aprobación y, a fortiori, después de que expire el plazo imperativo cuando dicha aprobación no se ha acordado de forma explícita, el cesionario o los participantes en el acuerdo de accionistas no podrán ejercitar los derechos de voto y aquellos con contenido distinto del patrimonial en relación con las acciones que representan la participación en cuestión. En caso de una decisión denegatoria de la autorización o la expiración del período mencionado sin una decisión favorable de la autoridad ministerial, el cesionario debe vender las acciones dentro de un año y los pactos de los accionistas serán ineficaces;

todos o algunos de los poderes para cada empresa específicamente identificado, es fijado mediante orden del Ministro de Hacienda.

La nota que caracteriza a todas a estas figuras es que confieren al antiguo accionista público la posibilidad de mantener en la práctica el control sobre las entidades consideradas estratégicas, todo ello con independencia del libre juego de las mayorías en el capital social⁶¹⁶. Por ello, en un sentido amplio, siguiendo la noción del Abogado General RUIZ-JARABO en el asunto C-326/07, puede definirse la acción de oro como toda estructura jurídica aplicable a las empresas individualmente, que conserva o contribuye a perpetuar la influencia de la autoridad pública sobre las compañías que operan en sectores estratégicos o que prestan servicios públicos⁶¹⁷.

Como advirtió el propio RUIZ-JARABO al analizar el régimen de Volkswagen, no cabe admitir una idea reduccionista de lo que debe entenderse por acciones de oro; en realidad, no importa tanto si las prerrogativas exorbitantes se incorporan formalmente a algunas participaciones del capital, sino si se atribuyen de una manera

2º la potestad de oposición a la adopción de decisiones de disolución de la sociedad, la transferencia de la empresa, fusión, escisión, transformación, traslado de la sede al extranjero, el cambio de objeto social, o de modificación de los estatutos para eliminar o modificar los poderes especiales del Ministro de Hacienda;

3 º la facultad de nombramiento de al menos un administrador o un número de administradores no superior a una cuarta parte de los miembros del consejo de administración y un síndico. THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. Nº 3-4. 2003. Págs. 243-244.

⁶¹⁶ Como advierte GIPPINI y RODRÍGUEZ MÍNGUEZ, *estas medidas confieren a los accionistas públicos la posibilidad de mantener, en la práctica, bajo control nacional empresas y sectores considerados estratégicos, a pesar de su privatización, con independencia del libre juego de las mayorías del capital social, vetando o limitando la presencia de otros accionistas, lo que puede resultar incompatible con los principios informadores de la libre circulación de capitales y el derecho de establecimiento.* GIPPINI FOURNIER, Eric y RODRÍGUEZ MÍNGUEZ, José Antonio. “Golden shares” en la Comunidad Europea: ¿fin de la edad dorada? Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia. Nº 220, 2002. Pág. 39.

⁶¹⁷ Conclusiones del Abogado General RUIZ JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 3.

privilegiada hasta el punto de disuadir al inversor, en particular al extranjero⁶¹⁸. Estas facultades especiales pueden adoptar formas diversas (expedientes de autorización administrativa, acciones privilegiadas, nombramiento de miembros de los órganos sociales) y presentan distintos contenidos (poder de oposición a la entrada en el capital, derechos de intervención en la gestión de los activos)⁶¹⁹. Para RUIZ-JARABO la clave es que se reservan al ejecutivo determinadas prerrogativas de intervención en la estructura accionarial, el objeto social y en la gestión de empresas privatizadas pertenecientes al ámbito de la economía estratégica⁶²⁰.

En consecuencia, se afecta a la relación entre riesgo y control, al establecer mecanismos de control de las decisiones estratégicas al margen del funcionamiento normal del mercado, los cuales se justificarían por el intento de velar por el interés general.⁶²¹ De este modo, se estaría atentando contra los principios de libre circulación de capitales y el derecho de establecimiento, ya que, en la medida en que se altera la relación que existe entre control y riesgo en las estructuras corporativas, las inversiones pueden ser menos atractivas⁶²². En definitiva, el Estado pierde su exposición financiera

⁶¹⁸ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:92, apartado 44.

⁶¹⁹ Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 1.

⁶²⁰ Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 1; y conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-463/00 y C-98/01, Comisión/España y Comisión/Reino Unido, EU:C:2003:71, apartado 1.

⁶²¹ *Su justificación, a través de la creación de derechos especiales a favor del accionista público, en el caso de empresas privatizadas, o que se consideran, por algún otro motivo, estratégicas, responde al intento de los poderes públicos por velar por estas empresas, al margen del propio funcionamiento del mercado, a través de la reserva de prerrogativas especialmente importantes, esenciales en la adopción de las más trascendentales decisiones estratégicas de las mismas.* RODRÍGUEZ MÍGUEZ, José Antonio y PADRÓS I REIG, Carlos. *Las acciones de oro, el Derecho de sociedades y el Mercado interior. Reflexiones a propósito de la STJCE sobre la Ley Volkswagen.* Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia, Nº 8, 2009. Pág. 66.

⁶²² *Los privilegios que el Estado se reserva en las sociedades privatizadas, con independencia de su configuración técnica, se traducen en la ruptura de uno de los principios fundamentales del derecho de sociedades y de los valores mobiliarios como es la igualdad entre los accionistas, limitando*

a través de la privatización, pero mantiene el control de la entidad privatizada⁶²³.

Por ello, podemos afirmar con THIRION que las acciones de oro implican una limitación de las fuerzas del mercado en lo que se denomina mercado de control corporativo⁶²⁴, lo cual puede distorsionar el funcionamiento del Mercado Interior. La clave para analizar estas situaciones es, precisamente, su incidencia en el Mercado

profundamente el derecho de propiedad por su incidencia sobre los derechos políticos de los accionistas y sobre la transmisibilidad de los títulos representativos del capital social y, en particular, la libertad de empresa ya que los socios carecen de los poderes de decisión más relevantes reservados al Estado [...]. No es de extrañar que en algún ordenamiento se hayan planteado dudas sobre la constitucionalidad de estas normas dado su presunto contraste con las disposiciones constitucionales que garantizan la propiedad y la libre iniciativa privada. BUSTILLO SAIZ, María del Mar. Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la “doctrina” de la acción de oro (Primera parte). Revista de derecho mercantil, Nº 259, 2006. Pág. 47.

⁶²³ Así lo subraya ADOLFF, al indicar que *hay una distinción clara entre estas medidas y las técnicas tradicionales de nacionalización: estas nuevas estructuras híbridas buscan influencia donde el compromiso se ha retirado. Por lo general, ofrecen poderes a una autoridad pública, que, según la ley de sociedades aplicable, sólo estarían a disposición de un accionista mayoritario. Lo hacen precisamente cuando un Estado miembro pone fin a la mayor parte de su exposición financiera en forma de privatización. Por lo tanto, estas disposiciones conducen a una separación de control y riesgo residual.* ADOLFF, Johannes. *Turn of the Tide?: The “Golden Share” Judgements of the European Court of Justice and the Liberalization of the European Capital Markets*, German Law Journal, Vol. 3, Nº. 8, 2002. Parr. 7.

⁶²⁴ *En resumen, la acción de oro ha sido principalmente un instrumento de control de la reorganización de los accionistas e incluso, en cierta medida, una forma de poison pill contra una OPA hostil. Por tanto, la acción de oro comporta un efecto limitador de la interacción de las fuerzas del mercado, en cuanto a la configuración de las estructuras de gobierno de las empresas privatizadas. De esta manera, el resultado concreto de la utilización de acciones de oro ha consistido esencialmente en una alteración de los mecanismos de regulación del mercado de control de las empresas (Market for Corporate Control). No es la menor de las paradojas por parte de un gobierno con plena confianza en las virtudes del liberalismo económico. Era de hecho a menudo un mecanismo temporal, destinado a acompañar los primeros pasos de la antigua empresa pública en el sector privado y evitarle perturbaciones también radicales en un momento delicado. Por otra parte, su validez es, como se demostrará, ulteriormente desafiada a favor de un regreso, a su vez, de alguna manera a las normas del Market for Corporate Control.* THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. Nº 3-4. 2003. Págs. 236-237.

Interior y en las cuatro libertades que lo configuran⁶²⁵. Pretender que se trata de una mera cuestión de Derecho de Sociedades⁶²⁶ supone perder la perspectiva de la base jurídica que tiene la actuación de la Unión en materia de sociedades que es,

⁶²⁵ Por ello, ADOLFF prefiere hablar de “modalidades de acción de oro” y fijarse en sus efectos en el Mercado Común y la justificación de las medidas de los Estados miembros. Razona que *algunas de estas modalidades se denominan comúnmente como "acciones de oro". En la mayoría de los casos, este término se utiliza en un sentido estricto. En esos casos, sólo se aplica a los derechos especiales que se han incorporado a una acción mientras que excluye otros medios de influencia. A los efectos de un análisis en el marco del Derecho europeo, parece ser más útil una definición más amplia: la cuestión clave de este análisis no es que se utilicen tipos especiales de acciones como técnica legislativa para el establecimiento de los derechos especiales de control de un Estado miembro sobre los negocios de una empresa privatizada. En vez de ello, se debe examinar el efecto que tales derechos de control tienen en relación con el Mercado Común y en las consideraciones de política pública que los Estados miembros pueden identificar como una justificación. Basándose en esa definición más amplia se utiliza el término “modalidades de acción de oro” con el fin de identificar todas las estructuras jurídicas que se aplican a las empresas individuales con el fin de preservar la influencia de una autoridad pública en la estructura accionarial o la gestión de esa compañía más allá de la medida en que tal influencia se produjera en virtud del derecho de sociedades y de títulos en general.* ADOLFF, Johannes. *Turn of the Tide?: The “Golden Share” Judgements of the European Court of Justice and the Liberalization of the European Capital Markets*, German Law Journal, Vol. 3, Nº. 8, 2002. Parr. 8.

⁶²⁶ Así lo entienden entre otros GRUNDMAN Y MÖSLEIN. *Según estos autores, por lo que se refiere a los derechos especiales del Estado y sus subdivisiones, la discusión, en el continente, siempre se ha considerado como un asunto de derecho público y los problemas se han descrito como tal. No obstante, la cuestión es más bien de derecho de sociedades. Esto es por dos razones: en primer lugar, la gran mayoría de los derechos especiales dependen de la titularidad de una acción, es decir, la acción de oro, y en consecuencia plantear la cuestión de la igualdad de derechos que confieren las acciones (“una acción, un voto”). En cualquier caso, los derechos especiales alteran los poderes de decisión en una sociedad (gobierno corporativo), así como el desarrollo de su estructura de propiedad. En segundo lugar, el debate va mucho más allá de la privatización y la retención de los poderes de decisión especiales por parte de organismos estatales. La relevancia para el Derecho de Sociedades general se deriva del hecho de que todas las situaciones en las que la transferencia de acciones y el control está restringida tienen que ser reconsideradas. Además, cualquier disposición que reduzca el poder de toma de decisiones de los accionistas podría ser relevante, ya que potencialmente hace que la inversión en esa acción sea menos atractivo.* GRUNDMAN, Stefan, y MÖSLEIN, Florian. *Golden Shares - State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*. European Banking Financial Law Journal (EUREDIA), 1, 2004. Págs. 1 y 2.

precisamente, las libertades fundamentales que constituyen el Mercado Interior⁶²⁷. Como recuerda DIEZ MORENO, el derecho de establecimiento, tal y como dispone el artículo 49 TFUE, comprende no sólo el acceso a actividades por cuenta propia y a su ejercicio, sino también “*la constitución y gestión de empresas y, especialmente, de sociedades*”⁶²⁸.

En definitiva, siguiendo a PADRÓS Y COCCIOLO, podemos afirmar que *los varios instrumentos que se adscriben a la especie golden share (acción de oro) surgen principalmente a raíz del fenómeno privatizador de los años 80’ como solución a un problema: cómo defender los intereses públicos inherentes a los sectores de actividad de las empresas prestadoras de servicios públicos, intereses que no desaparecen por la devolución o (re)introducción de la empresa al mercado*⁶²⁹. Por consiguiente, la distinción formal de las diferentes técnicas es puramente nominal⁶³⁰, ya que incluso aun

⁶²⁷No obstante lo anterior, GRUDMAN Y MÖSLEIN razonan que *la pregunta de qué instrumento confiere los derechos especiales podría ser considerada como una cuestión puramente técnica. Sin embargo, si el asunto corresponde al derecho de sociedades del mercado de capitales, o sustancialmente de derecho público, depende de este punto. Además, el instrumento adoptado en Gran Bretaña desde 1979 caracteriza el problema: si se concede un derecho especial en relación con una acción, se habla de acciones especiales, acciones magistrales o acciones de oro en Gran Bretaña; de “actions spécifiques” en Francia y sobre “Goldene Aktien” y “Spezialaktien” en Alemania. De ninguna importancia, sin embargo, es el valor nominal que podría ser tan bajo como £ 1, como suele ser el caso en Gran Bretaña. Por lo tanto, la participación se convierte en una mera farsa: el derecho que confiere ya no está relacionado con su valor nominal (que todavía sería el caso, en cierta medida, en caso de múltiples derechos de voto), e incluso podría tomar la forma de un derecho absoluto de veto por el titular de la acción especial. Este fue el modelo seguido en los casos resueltos por el Tribunal de Justicia Europeo. GRUDMAN, Stefan, y MÖSLEIN, Florian. Golden Shares - State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects. European Banking Financial Law Journal (EUREDIA), 1, 2004. Pág. 2.*

⁶²⁸ DÍEZ MORENO, Fernando. *Manual de Derecho de la Unión Europea*. 5ª Edición. Civitas. Madrid: 2009. Pág. 533.

⁶²⁹ PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07*. Revista española de derecho europeo. Nº. 33, 2010. Pág. 126

⁶³⁰ *Las diferentes formas en que los Estados han caracterizado a la "acción de oro" son meramente nominales, ya que incluso en los Estados que pretenden atribuir a la misma un régimen privado, ésta*

cuando se adopten instituciones de Derecho privado lo que se persigue es garantizar la protección de fines de interés general⁶³¹. Como puntualiza URÍA FERNÁNDEZ, se trata de buscar que la pérdida de la titularidad pública no pueda perjudicar a los intereses generales como consecuencia de un deterioro en la producción de determinados bienes o en la prestación de ciertos servicios⁶³². Los riesgos al interés público inherentes a la privatización son variados, como la seguridad energética, la continuidad y regularidad en el servicio e incluso complementar la libre competencia en el caso de transferencia de monopolios⁶³³. Efectivamente, en muchos casos la

tiene características que hacen pensar que lo que encierra es una potestad administrativa. Por ejemplo, que esas acciones no puedan estar en manos de cualquier persona, sino del Gobierno (en el caso británico la cesión de la "acción especial de una libra" sólo podía hacerse a favor de Secretarios de Estado, Ministros o cargos que actuaran en nombre de la Corona), que no es una clase de acciones sino una única acción, y que su establecimiento y utilización buscan la protección de fines de interés general. SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, Laura y HERNÁNDEZ, Valeriano. *La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas*. Revista de derecho bancario y bursátil. N° 97, 2005. Pág. 110.

⁶³¹ *En definitiva, las acciones de oro ponen de manifiesto una amplia heterogeneidad de formas y contenidos, pero responden todas a un mismo objetivo: asegurar el control público y evitar disfunciones en la governance de determinadas empresas.* PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07*. Revista española de derecho europeo. N° 33, 2010. Pág. 128

⁶³² *No obstante, y con independencia de los mecanismos jurídicos utilizados en cada supuesto, es indudable la finalidad común a todos estos instrumentos. Se trata de compaginar la consecución de importantes beneficios desde el punto de vista de los intereses generales con la garantía de que la pérdida de la titularidad pública no pueda provocar perjuicios a esos mismos intereses como consecuencia de un deterioro en la producción de determinados bienes o en la prestación de ciertos servicios, bien por el aumento de precios o por su menor calidad.* URÍA FERNÁNDEZ, Francisco. *El régimen de autorización administrativa previa de la Ley 5/1995, de 23 de marzo, como mecanismo jurídico complementario a la política de defensa de la competencia*. Anuario de la competencia, N° 1, 2000, Pág. 177-178.

⁶³³ *Los intereses públicos implicados por la previsión de la acción de oro, según se deduce específicamente de los actos sometidos a la disciplina legal y de los criterios que ha de tener en cuenta la autoridad pública para resolver, se identifican, como pone de relieve AMICONI en el derecho italiano, con el interés nacional en los sectores estratégicos -los objetivos nacionales de política económica e industrial-, ya que es estratégico impedir que el control de un bien de la vida como la energía nacional vaya a una empresa extranjera con el poder de transferirlo al exterior, perjudicando así el valor de la*

privatización tenía como objeto antiguos monopolios públicos, por lo que eran imprescindibles actuaciones públicas que permitieran que los intereses de los ciudadanos no se vieran comprometidos por la nueva situación⁶³⁴.

En este contexto autores como URÍA FERNÁNDEZ propugnaban la insuficiencia de los mecanismos propios del Derecho de la Competencia tanto por la

independencia energética y de la seguridad de los aprovisionamientos, seguridad de los aprovisionamientos igualmente perjudicada con la disolución de la sociedad o con la sustitución de su objeto. El interés general coincide asimismo con el hecho de impedir que el control de la entidad privatizada recaiga en una empresa endeudada o extraña al sector, lo que podría perjudicar la eficiencia del servicio de utilidad pública. De todo ello se deduce que la acción de oro está presidida por el interés público a la continuidad/calidad del servicio prestado y, por consiguiente, por el interés supraindividual y colectivo del usuario. Además, si a primera vista la acción de oro parece obstaculizar la libre concurrencia, su correcto ejercicio puede impedir que la privatización de un monopolio natural se reduzca a una simple transferencia de controles desde el sector público al privado o a un simple cambio de un monopolio público a un monopolio privado, protegiendo así el interés público a la libertad de los mercados y a la pluralidad de los actores económicos, o bien el interés a la realización de la liberalización de los mercados "protegidos", que beneficia la calidad y la economicidad de las prestaciones ofrecidas. BUSTILLO SAIZ, María del Mar. *Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro (Primera parte).* Revista de derecho mercantil, N° 259, 2006. Pág. 50-51.

⁶³⁴ *Una de las consecuencias de los procesos de privatización y liberalización es la aparición de una nueva forma de intervención del poder público en la economía. La desregulación no se identifica con la eliminación de normas o con la eliminación de la intervención de los poderes públicos, sino que con frecuencia provoca una nueva regulación alternativa: como se señaló, en los sectores no competitivos, sólo si la privatización se acompaña de regulaciones que hagan posible la competencia supondrá un aumento de la eficiencia empresarial. Experiencias contrastadas muestran en efecto que la desregulación y la privatización no han resuelto un requisito necesario para mejorar la eficiencia de la economía: la introducción de competencia en los mercados. La privatización de monopolios públicos, aunque se acompañe de una desregulación formal de la industria, sitúa al monopolio ahora privado en una posición inicial dominante, y permite comportamientos estratégicos como el abuso de posición dominante o interposición de barreras fácticas de entrada. De ahí la necesidad de una acción pública que garantice el funcionamiento competitivo de los nuevos mercados liberalizados, porque es la competencia la que garantiza que los beneficios de la liberalización lleguen a todos los ciudadanos.* BUSTILLO SAIZ, María del Mar. *Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro (Primera parte).* Revista de derecho mercantil, N° 259, 2006. Pág. 38.

propia naturaleza de éste⁶³⁵, como por las asimetrías que existen en el proceso de liberación y privatización entre los propios Estados miembros⁶³⁶. En particular, este autor advierte de los riesgos que para la soberanía económica, esto es, para la eficacia de las decisiones de política económica de un Estado pueden tener las interferencias de operadores públicos de otros Estados miembros⁶³⁷.

⁶³⁵ *No obstante, las peculiaridades de estas empresas privatizadas y de los sectores en que se desenvuelven hacen que los instrumentos propios de la defensa de la competencia puedan no ser suficientes y ello, básicamente, por el hecho, a veces olvidado, de que la intervención de las autoridades de defensa de la competencia se produce en supuestos muy concretos, predeterminados normativamente, y que, tanto por la configuración jurídica de los procedimientos, como por la propia necesidad de realizar una serie de actuaciones administrativas con carácter previo a toda resolución (incluso cautelar), su eficacia suele desplegarse en un momento posterior al de la realización de las conductas o la adopción de los acuerdos. Sin embargo, existen sectores en los que puede ser conveniente reforzar los sistemas de protección de los intereses generales y de la libre competencia a través de instrumentos específicos, insertos en la regulación sectorial, que desempeñan un papel complementario de la regulación general. URÍA FERNÁNDEZ, Francisco. El régimen de autorización administrativa previa de la Ley 5/1995, de 23 de marzo, como mecanismo jurídico complementario a la política de defensa de la competencia. Anuario de la competencia, Nº 1, 2000, Pág. 173-174.*

⁶³⁶ *Ésta es la clave de la cuestión. De no adoptarse medidas armonizadoras que equiparen el grado de liberalización de los distintos mercados nacionales, un Estado al que, en principio, el Tratado atribuye libertad para decidir si desea o no reservar al sector público un determinado ámbito empresarial y que ha optado decididamente, a través de la combinación entre privatización y liberalización, por la competencia entre operadores privados, puede ver desvirtuada una decisión fundamental en materia de política económica (nacional) como consecuencia de la indeseable aparición de operadores públicos de otros Estados que hubieran adoptado -con el mismo fundamento jurídico y con igual legitimidad- mantener un determinado sector de actividad en el ámbito de lo público. URÍA FERNÁNDEZ, Francisco. El régimen de autorización administrativa previa de la Ley 5/1995, de 23 de marzo, como mecanismo jurídico complementario a la política de defensa de la competencia. Anuario de la competencia, Nº 1, 2000, Pág. 188.*

⁶³⁷ *Y es que al final, por la vía de la inacción, llegaríamos a una situación en la que cuando un Estado decidiese -con los costes que de ello se derivan- emprender la privatización de empresas de capital mayoritariamente público que operan en sectores estratégicos por entender que con ello se logra una mayor eficiencia en el comportamiento de empresas y mercados, esa decisión -para la que el Tratado, insistimos, atribuye plena libertad a cada Estado miembro- podría ser alterada por la actuación de otros Estados y sus operadores. No nos encontramos aquí ante un problema exclusivamente jurídico, sino ante el serio riesgo de que determinadas opciones de política económica -plenamente aceptables de acuerdo con el Tratado- se vean penalizadas desde un punto de vista estrictamente empresarial, sin perjuicio de*

3.4.4.- Contenido de las acciones de oro.

En conclusión, lo definitivo es el efecto material que producen estas medidas y su incidencia en el Mercado Interior. En cuanto al contenido de las diferentes medidas en que se han concretado las denominadas acciones de oro, siguiendo a ADOLFF y con independencia de la forma que adopten, se pueden sistematizar en cuatro grandes categorías⁶³⁸: a) límites máximos a las inversiones extranjeras, con carácter general o sólo por parte de empresas públicas extranjeras⁶³⁹; b) autorización previa para la adquisición de acciones si tal adquisición supera un determinado umbral, como el 5%, 10%, 25% o 33%⁶⁴⁰; c) nombramiento de administradores al margen de la junta general

los beneficiosos efectos que pudieran estar produciéndose a favor de los consumidores y de la economía en su conjunto, en términos de una mayor eficiencia. URÍA FERNÁNDEZ, Francisco. *El régimen de autorización administrativa previa de la Ley 5/1995, de 23 de marzo, como mecanismo jurídico complementario a la política de defensa de la competencia.* Anuario de la competencia, Nº 1, 2000, Pág. 188.

⁶³⁸ *En los años 90 un buen número de Estados miembros implementó unas disposiciones jurídicas que quedan fuera de la lógica binaria de industrias totalmente nacionalizadas o totalmente privatizadas: usando las sociedades anónimas como un vehículo de la privatización, los Estados miembros se basaron en elementos especiales en las estructuras de gobierno de las entidades (recientemente privatizadas) individualmente para retener una considerable influencia a pesar de haber entregado la mayoría de las acciones. Ejemplos de tales estructuras incluyen (i) los límites del número máximo de acciones que podrán ser ocupados por extranjeros ("topes que restringen las inversiones extranjeras"), (ii) Requisitos para la aprobación por una autoridad pública de la adquisición de acciones por parte de cualquier persona o entidad, si tal adquisición daría lugar a la creación de una mayoría de bloqueo por encima de un umbral determinado, como 10 %, 25 % o 33 % ("topes que restringen las mayorías de bloqueo sustanciales"), (iii) derechos exclusivos vinculados a una única acción en poder de una autoridad pública para nombrar, al margen de la junta general de accionistas, los miembros del consejo de administración ("derechos exclusivos de nombramiento"), y (iv) los derechos exclusivos vinculados a una sola acción para vetar ciertas decisiones de gestión, como la venta de activos de importancia estratégica (en adelante "derechos exclusivos de veto").* ADOLFF, Johannes. *Turn of the Tide: The "Golden Share" Judgements of the European Court of Justice and the Liberalization of the European Capital Markets*, German Law Journal, Vol. 3, Nº. 8, 2002. Parr. 6.

⁶³⁹ Sentencia Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326, apartado 11; Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350, apartado 6; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 2.

⁶⁴⁰ Sentencias Comisión/Italia, C-58/99, EU:C:2000:280, apartados 1-6; Comisión/Portugal, C-367/98,

de accionistas⁶⁴¹; y d) derecho de veto de ciertas decisiones de gestión de importancia estratégica, como disposición de determinados activos, o modificación estructural de la sociedad⁶⁴². Si recordamos la primera parte de esta investigación, muchas de estas medidas son el contenido típico de los acuerdos de mitigación suscritos en el ámbito del CFIUS.

Pues bien, al analizar las acciones de oro en relación con las inversiones extranjeras, sean directas o de cartera, el Tribunal de Justicia ha precisado que deben calificarse como «restricciones» en el sentido del artículo 63 TFUE, apartado 1, las medidas nacionales que puedan impedir o limitar la adquisición de acciones en las empresas afectadas o disuadir a los inversores de los demás Estados miembros de invertir en el capital de éstas⁶⁴³. Aunque no den lugar a un trato desigual, este tipo de

EU:C:2002:326, apartado 11; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 9; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 9; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273, apartado 11; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 2 a 6; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 4; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 6; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 2.

⁶⁴¹ Sentencias Comisión/Italia, C-58/99, EU:C:2000:280, apartados 1-6; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 9; C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 9; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 9; Comisión/Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 4 a 7; Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752, apartados 3 y 4; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 4; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 6; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 9; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 10.

⁶⁴² Sentencias Comisión/Italia, C-58/99, EU:C:2000:280, apartados 1-6; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 9; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 9; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 9; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273, apartado 10; Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 9; Comisión/Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 4 a 7; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 4; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 6; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 7 y 8; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 10; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 2.

⁶⁴³ Sentencias Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 41; Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350, apartados 30 y 31; Bouanich, C-265/04, EU:C:2006:51, apartados 34 y 35; Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 20; Comisión/Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 19; Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752,

medidas puede impedir la adquisición de acciones en las empresas afectadas y disuadir a los inversores de otros Estados miembros de invertir en el capital de dichas empresas. En consecuencia, dicha normativa puede, por este motivo, hacer que la libre circulación de capitales sea ilusoria⁶⁴⁴.

En particular, el Tribunal ha señalado que, al supeditar decisiones de importancia a la aprobación previa del Estado, limitando así la posibilidad de que los demás accionistas participen efectivamente en la gestión de la sociedad de que se trate, la existencia de dichas acciones puede tener una influencia negativa en las inversiones directas⁶⁴⁵. Desarrollando este razonamiento, el propio Tribunal ha precisado que las acciones de oro no sólo pueden generar un efecto disuasorio sobre la inversión directa, sino también sobre las inversiones de cartera. Una posible negativa del Gobierno a aprobar una decisión importante, que los órganos de la sociedad de que se trate hayan presentado como beneficiosa para los intereses de ésta, puede, en efecto, pesar sobre el valor (bursátil) de las acciones de dicha sociedad y, por lo tanto, sobre el aliciente de una inversión en tales acciones⁶⁴⁶.

apartado 21; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 20; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 34; 10 de julio de 2010, Comisión/Portugal (C-171/08, Rec. p. I-6817), apartado 50; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 47; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 48; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 29.

⁶⁴⁴ Sentencias de Sanz de Lera y otros, C-163/94, C-165/94 y C-250/94, EU:C:1995:451, apartado 25; de 1 de junio de 1999, Konle (C-302/97, Rec. p. I-3099), apartado 44; Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326, apartado 45; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 41.

⁶⁴⁵ Sentencia Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 26; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 83.

⁶⁴⁶ Sentencias Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 27; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 61; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 57. Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 58.

3.5.- Justificación de las restricciones a la inversión extranjera.

A la hora de defender sus medidas, los distintos Estados miembros han alegado que ciertos sectores debían ser objeto de las mismas y las justificaciones han sido de muy diversa índole. En primer lugar, encontramos las que se refieren propiamente al Derecho privado y su aplicación al Estado. Se trata de los argumentos relativos al régimen de propiedad propio de ese Estado miembro o a la aplicación del Derecho de Sociedades. En segundo término, se invocó la jurisprudencia Keck relativa a las modalidades de venta y el acceso al mercado. En tercer lugar, tenemos la alegación de motivos económicos, como objetivos de política económica o de estructura del mercado. Por último, tenemos la excepción de seguridad pública contemplada no sólo en la libre circulación de capitales, sino también en el derecho de establecimiento. Al hilo de estas dos últimas cuestiones debemos reseñar que hubo Estados miembros que trataron de amparar su conducta en normas de Derecho derivado, singularmente en materia de energía o defensa de la competencia. Ello nos dará pie, además, para analizar el alcance del Reglamento Comunitario de Concentraciones y su incidencia en la soberanía económica de los Estados miembros.

3.5.1.- El régimen de propiedad.

Como acabamos de decir, un primer grupo de justificaciones se refiere a la aplicación del Derecho privado en relación con el papel del Estado. En concreto, el análisis de estas cuestiones por el Tribunal se construye en torno a si existe o no una alteración de la autonomía de la toma de decisiones de las empresas y, en definitiva, del funcionamiento normal del mercado.

Una primera categoría se refiere a la previsión, contenida en el actual artículo 345 TFUE, según la cual “*los Tratados no prejuzgan en modo alguno el régimen de la propiedad en los Estados miembros*”. Como señala HINDELANG, esta norma ha sido repetidamente citada por los Estados miembros en un intento de defender las medidas nacionales que restringen la inversión directa transfronteriza en las empresas previamente privatizadas⁶⁴⁷.

⁶⁴⁷ HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of*

La propia Comunicación de la Comisión de 1997, al referirse a los procesos de privatizaciones de los años 90, señalaba que el paso de una empresa del sector público al sector privado es una decisión de política económica, la cual, en tanto tal, es competencia exclusiva de los Estados miembros, en virtud del principio de neutralidad del Tratado respecto del régimen de la propiedad, principio que está reconocido en el actual artículo 345⁶⁴⁸. En esta línea advierten GIPPINI Y RODRÍGUEZ MÍNGUEZ que *esto quiere decir que la iniciativa privatizadora está en manos de cada Estado miembro, sin que el Derecho comunitario contenga precepto alguno que favorezca o, al contrario, impida el paso de una empresa pública a manos privadas*⁶⁴⁹.

Ahora bien, según precisan estos autores, *sí puede tener incidencia el Derecho comunitario –y en particular las libertades fundamentales- en los pasos posteriores a la decisión de privatización: las modalidades del proceso privatizador, y en particular, las medidas públicas que acompañen a la enajenación de propiedad para circunscribirla o condicionarla, pueden plantear cuestiones en cuanto a su compatibilidad con el Derecho comunitario. A estos efectos, el que las medidas públicas examinadas se inserten o no en el marco de un proceso de privatización carece de relevancia, o al menos así parece desprenderse de la Comunicación, que no establece tal distinción*⁶⁵⁰.

En efecto, la propia Comunicación señalaba claramente que cabe la posibilidad de que estas medidas restrinjan la libre circulación en el ámbito transfronterizo y pueden plantear problemas de compatibilidad con la legislación europea, en particular con los artículos relativos a los movimientos de capitales y al derecho de establecimiento, y

Protection in EU Law. Oxford University Press. Nueva York: 2009. Pág. 248.

⁶⁴⁸ Comunicación de la Comisión relativa a determinados aspectos jurídicos que afectan a las inversiones intracomunitarias. Diario Oficial n° C 220 de 19/07/1997 p. 15 –18. Nota al pie 1.

⁶⁴⁹ GIPPINI FOURNIER, Eric y RODRÍGUEZ MÍNGUEZ, José Antonio. “Golden shares” en la Comunidad Europea: ¿fin de la edad dorada? Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia. N° 220, 2002. Pág. 41.

⁶⁵⁰ GIPPINI FOURNIER, Eric y RODRÍGUEZ MÍNGUEZ, José Antonio. “Golden shares” en la Comunidad Europea: ¿fin de la edad dorada? Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia. N° 220, 2002. Pág. 41.

perjudicar al funcionamiento del mercado único⁶⁵¹. Por ello, la Comisión advertía que las diversas medidas nacionales debían someterse al test ordinario de compatibilidad con las libertades fundamentales⁶⁵².

Este enfoque es el que ha seguido finalmente el Tribunal de Justicia. Según el Tribunal, las preocupaciones que se suscitan con ocasión de las privatizaciones no autorizan, sin embargo, a los Estados miembros a alegar sus regímenes de la propiedad, contemplados en el artículo 345 del Tratado, para justificar obstáculos a las libertades previstas por el Tratado que sean consecuencia de un régimen de autorización administrativa relativo a empresas privatizadas. De este modo, conforme a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia, dicho artículo no sustrae los regímenes de la propiedad existentes en los Estados miembros a la aplicación de las normas fundamentales del Tratado⁶⁵³.

De manera específica, dicho régimen no puede eludir las normas fundamentales del Derecho de la Unión, en particular, las de no discriminación, libertad de

⁶⁵¹ Comunicación de la Comisión relativa a determinados aspectos jurídicos que afectan a las inversiones intracomunitarias. Diario Oficial n° C 220 de 19/07/1997 p. 15 –18. Apartado 1.

⁶⁵² En particular, la Comisión señala que *de este examen de las medidas que restringen las inversiones intracomunitarias se desprende que las medidas que revistan un carácter discriminatorio (es decir, las que se aplican exclusivamente a los inversores nacionales de otros Estados miembros de la Unión Europea) se juzgarán incompatibles con los artículos 73 B y 52 del Tratado, relativos a la libre circulación de capitales y al derecho de establecimiento, a menos que puedan acogerse a alguna de las excepciones previstas en el Tratado. Por lo que se refiere a las medidas no discriminatorias (es decir, las que se aplican tanto a los nacionales como a los ciudadanos de otro Estado miembro de la Unión Europea), se admitirán en la medida en que se basen en una serie de criterios objetivos, estables y públicos y puedan justificarse por razones imperiosas de interés general. En cualquier caso, habrá de respetarse el principio de proporcionalidad.* Comunicación de la Comisión relativa a determinados aspectos jurídicos que afectan a las inversiones intracomunitarias. Diario Oficial n° C 220 de 19/07/1997 p. 15 –18. Apartado 9.

⁶⁵³ Sentencias Konle, C-302/97, EU:C:1999:271, apartado 38; Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326, apartado 48; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 44; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 44; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 67; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 15.

establecimiento y libre circulación de capitales⁶⁵⁴. En consecuencia, no puede invocarse para justificar obstáculos a las libertades previstas por el Tratado que sean consecuencia de privilegios que se atribuyan a los Estados miembros en su condición de accionistas de una empresa privatizada⁶⁵⁵.

Por ello, el Tribunal ha señalado que el actual artículo 345 TFUE no puede invocarse para justificar obstáculos a las libertades previstas por el Tratado que sean consecuencia de privilegios que se atribuyan a los Estados miembros en su condición de accionistas de una empresa privatizada⁶⁵⁶. Si bien el artículo 345 TFUE no cuestiona la facultad de los Estados miembros para adoptar un régimen de adquisición de la propiedad, dicho régimen no puede eludir las normas fundamentales del Derecho de la Unión, en particular, las de no discriminación, libertad de establecimiento y libre circulación de capitales⁶⁵⁷. En particular, el Tribunal ha razonado que si un Estado decide transformar empresas públicas en sociedades anónimas cuyas acciones cotizan en bolsa y pueden, en principio, adquirirse libremente en el mercado, permitiendo que se instale en esas sociedades un accionariado de carácter no estatal en una medida nada desdeñable, como ocurre en ciertas sociedades anónimas estratégicas, no es posible admitir que un Estado miembro pueda invocar el artículo 345 TFUE para sustraer tales adquisiciones a las libertades fundamentales garantizadas por el Tratado, supeditando aquéllas a un régimen de autorizaciones so pena de crear una laguna injustificada en el sistema de protección de tales libertades fundamentales⁶⁵⁸.

Al adoptar este enfoque, como ya indicamos más arriba, el Tribunal de Justicia adopta un planteamiento federal en el sentido de que, aun cuando ejerciten sus propias competencias, los Estados miembros deben respetar el Derecho de la Unión. En palabras de SZYSZCZAK, el Tribunal sigue un sesgo a favor de la competencia del Derecho de la Unión para evaluar la compatibilidad de toda la acción del Estado

⁶⁵⁴ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 16.

⁶⁵⁵ Sentencia Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 64.

⁶⁵⁶ Sentencia Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 64.

⁶⁵⁷ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 16.

⁶⁵⁸ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 18.

miembro y de la política económica en contra de las normas de la Unión⁶⁵⁹. A la luz de un planteamiento federal, la polémica que suscitaron las diversas conclusiones que presentó el Abogado General RUIZ-JARABO en los asuntos de la acción de oro⁶⁶⁰ cobra nuevos matices.

Según el Abogado General, para la Comisión, la expresión «régimen de la propiedad» sólo parecía abarcar dos posiciones antónimas: la titularidad pública y la privada. Además, dicha propiedad sólo cabría ejercerla a través de la posesión de una participación suficiente en el capital de la sociedad considerada. Esta interpretación reduccionista del actual artículo 345 no se correspondería ni con su significación en el Tratado ni con la función que éste le asigna⁶⁶¹.

A su juicio, la expresión «régimen de la propiedad» no remite al ordenamiento civil de las relaciones patrimoniales -aspecto, por lo demás, completamente ajeno a los

⁶⁵⁹ Indica esta autora que, *al decir muy poco sobre el alcance del artículo 295 CE, el Tribunal revela mucho. Cualquier decisión definitiva sobre el artículo 295 CE dibujando una línea de batalla para las cuestiones de competencia estaría ahora fuera de cuestión. El rechazo por parte del Tribunal del artículo 295 CE como "irrelevante" para los casos de acciones de oro significa un sesgo a favor de la competencia del Derecho comunitario para evaluar la compatibilidad de toda la acción del Estado miembro y de la política económica en contra de las normas de la comunidad. Los Estados miembros han perdido la autonomía para implementar cualquier decisión de política económica sin el escrutinio de las instituciones comunitarias. En cambio, el Tribunal se está esforzando por una complementariedad o armonía de las esferas de competencia en la cual los Estados miembros y la Comunidad gozan respectivamente de poderes y competencias pero ambos están persiguiendo el mismo objetivo. Esta finalidad abarca los objetivos económicos del Tratado CE, contenidos en el artículo 4 CE y el artículo 98 CE. Pero durante la década de 1990 se ha producido el reconocimiento de que las metas económicas no pueden conducir el proyecto de integración por sí solas. Particularmente, desde el Tratado de Amsterdam en adelante ha habido un reconocimiento de corregir las prioridades de integración económica con un equilibrio de los objetivos sociales.* SZYSZCZAK, Erika. *Golden shares and Market Governance. Legal Issues of Economic Integration*. 2002, volume 29 (3). Pág. 279-280.

⁶⁶⁰ Conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369; en los Asuntos C-463/00 y C-98/01 Comisión/España y Comisión/Reino Unido, EU:C:2003:71; en el asunto Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:92; y en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611.

⁶⁶¹ Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 42.

finés de los Tratados-, sino al conjunto ideal de normas de todo tipo, tanto de origen jurídico-privado, como de derecho público, que son capaces de otorgar la titularidad económica de una empresa, es decir, que permiten a quien la ostenta ejercer una influencia decisiva en la definición y en la ejecución de todos o algunos de sus objetivos económicos. Paralelamente se deduce de la interpretación finalista que la distinción entre empresas públicas y privadas, a efectos del Tratado, no puede reposar en la mera composición de su accionariado, sino que depende de la posibilidad que tenga el Estado de imponer determinados objetivos de política económica, distintos de la búsqueda del máximo beneficio que caracteriza la actividad privada⁶⁶².

Según RUIZ-JARABO, la cláusula de neutralidad del artículo 345 TFUE de ningún modo conlleva la exención de las normas imperativas del Tratado. Todas despliegan sus efectos conforme a sus términos y, en particular, la prohibición de discriminación por razón de la nacionalidad. El artículo 345 TFUE no sustrae de la aplicación de las normas fundamentales del Tratado. Lo que sí supone es que no quepa considerar dichas medidas per se incompatibles con el Tratado; están amparadas, si se quiere, en la presunción de validez que les otorga la legitimidad del artículo 345 TFUE. A estos efectos, es particularmente esclarecedor que la reserva del artículo 345 TFUE se formule como una prohibición de «prejuzar». Si el Tratado «ne préjuge en rien», quiere decir, como mínimo, que una medida nacional que afecte al régimen de adopción de decisiones del sector público debe considerarse compatible con el Tratado, salvo que se pruebe lo contrario. Y prejuzar es precisamente suponer que una medida de por sí no discriminatoria va a ser utilizada de un modo discriminatorio no justificado⁶⁶³

⁶⁶² Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartados 54 y 55; conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en los asuntos C-463/00 y C-98/01, Comisión/España y Comisión/Reino Unido, EU:C:2003:71, apartado 56; conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en el asunto Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:92, apartado 48; y conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en el asunto C-326/07, Comisión/Italia, EU:C:2008:611, apartado 36.

⁶⁶³ Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 67; conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en los asuntos C-463/00 y C-98/01, Comisión/España y Comisión/Reino Unido, EU:C:2003:71, apartado 57; y conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en el asunto C-326/07, Comisión/Italia, EU:C:2008:611, apartado 40.

Hecha esta salvedad, el Abogado General señalaba que el ejercicio concreto de las facultades que los Estados miembros demandados se reservaran, si fuera contrario al Tratado, podría dar lugar a otras tantas infracciones residenciables ante el Tribunal de Justicia. Lo dicho vale, en particular, para toda desigualdad arbitraria de trato basada en la nacionalidad y para el no respeto del marco comunitario de defensa de la libre competencia⁶⁶⁴.

En resumen, estimaba que las prerrogativas especiales de los poderes públicos constituyen normativas de intervención pública en la actividad de determinadas empresas, con la finalidad de imponer objetivos de política económica, y se equiparan a formas de titularidad de las empresas cuya configuración corresponde a los Estados miembros en virtud del artículo 345 TFUE. La existencia de dichas normativas no es, en sí misma, contraria a las libertades fundamentales del Tratado, aunque sí puede serlo su ejercicio concreto⁶⁶⁵.

Por tanto, no resulta correcto afirmar como hacen ciertos autores que existe una radical oposición entre el Tribunal y su Abogado General, en la medida en que éste santificaría el régimen de la acción de oro⁶⁶⁶. Basta con leer atentamente las

⁶⁶⁴ Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 68.

⁶⁶⁵ Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 91; y conclusiones del Abogado General RUIZ JARABO en el asunto C-326/07, Comisión/Italia, EU:C:2008:611, apartado 41.

⁶⁶⁶ Por ejemplo, HINOJOSA MARTÍNEZ concluye que *la exégesis del art. 295 TCE que realiza el Abogado General es jurídicamente impecable, pero llega a una conclusión políticamente incorrecta, al avalar con carácter general las acciones de oro implantadas por los EE.MM. Si el TJCE hubiera seguido a su Abogado General, se habrían bendecido regímenes que en numerosas ocasiones se han utilizado para mantener en manos nacionales las principales empresas estratégicas del país o incluso, en algunos casos, para favorecer a grupos económicos cercanos al gobierno de turno. Ese atentado contra el mercado interior resultaba intolerable, especialmente en un momento histórico en el que se pretende consolidar la creación de un mercado financiero paneuropeo, tras la definitiva implantación del euro y la liberalización de los movimientos internacionales de capital. Probablemente esta sea la razón por la que el Tribunal optase finalmente por respaldar la interpretación liberalizadora de la Comisión.* HINOJOSA MARTÍNEZ, Luis Miguel. *La acción de oro en derecho comunitario: activismo judicial*

conclusiones que presentó en el asunto Comisión/Alemania⁶⁶⁷ y en el asunto Comisión/Italia⁶⁶⁸ para apreciar que esta reflexión no es correcta, en la medida en que propone al Tribunal de Justicia que estime los recursos de incumplimiento. Ciertamente, en el primer caso consideró que las medidas enjuiciadas eran “sustancialmente”⁶⁶⁹ diferentes de las acciones de oro, en la medida en que no se referían al proceso de privatización de sectores estratégicos⁶⁷⁰ y presentaba notas propias de técnicas de defensa frente a OPAs hostiles⁶⁷¹. Sin embargo, en el caso Comisión/Italia dejó claro que mantenía su posición, pero que el caso versaba sobre la falta de proporcionalidad de ciertos aspectos relativos al ejercicio de los poderes especiales que la normativa italiana reservaba al Estado⁶⁷².

versus intervencionismo estatal. Revista General de Derecho Europeo, Nº. 2, 2003. Pág. 10-11

⁶⁶⁷ Conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en el asunto Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:92.

⁶⁶⁸ Conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en el asunto C-326/07, Comisión/Italia, EU:C:2008:611.

⁶⁶⁹ Conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en el asunto Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:92, apartado 50.

⁶⁷⁰ *Los supuestos precedentes se enmarcaban, generalmente, en los procesos de privatización de empresas que operaban en ámbitos considerados «estratégicos» y que se habían liberalizado paulatinamente (hidrocarburos, aeropuertos, seguros). Las medidas enjuiciadas coincidían en un aspecto, el de su carácter de medios de intervención de los poderes públicos en ciertas actividades de interés vital para la economía nacional, con el afán de implantar una estrategia de política económica.* Conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en el asunto Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:92, apartado 51.

⁶⁷¹ *Sin duda, los tres artículos de la Ley alemana cuestionados en este proceso ayudan a conservar la titularidad a quien ya la ostenta, mediante técnicas jurídico societarias típicas de defensa del Consejo de dirección de una empresa contra ofertas públicas de adquisición hostiles.* Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:92, apartado 55.

⁶⁷² *Pues bien, por un lado, en este litigio la Comisión sólo critica la falta de proporcionalidad, a la luz del Tratado CE, de ciertos aspectos del Decreto impugnado relativos al ejercicio de los derechos especiales conferidos al Estado italiano por el Decreto-ley nº 332; por otro lado, el principio de proporcionalidad, entendido someramente como la premisa que adecúa la intervención reguladora del Estado al extremo perseguido, pertenece a los principios generales del ordenamiento comunitario, con arreglo al que ha de medirse la legalidad de esas facultades exorbitantes en manos de los Estados miembros. Así, en conclusiones precedentes he propugnado que los Gobiernos que defiendan normativas sobre «golden shares» han de acreditar que la presencia estatal en las empresas liberalizadas se ajusta*

A nuestro juicio la discrepancia entre el Tribunal y el Abogado General presentaba un calado mucho más profundo, que concernía a la propia arquitectura institucional de la Unión. Por un lado, planteaba el problema de división vertical de competencias entre los Estados miembros y la Unión. Por otro, suscitaba la cuestión de la división horizontal de poderes entre el legislador de la Unión y el Tribunal de Justicia. Basta con leer atentamente cómo construye el Abogado General RUIZ-JARABO su razonamiento, basado fundamentalmente en una interpretación histórica y teleológica, para apreciarlo.

El propio Abogado General comenzaba subrayando con perspicacia la importancia que el actual artículo 345 TFUE tiene en la arquitectura del proceso de integración por su ubicación sistemática entre las disposiciones generales y finales⁶⁷³; su tenor contundente e incondicional⁶⁷⁴; y la autoridad histórica resultante del hecho excepcional de que deriva directamente de la propia Declaración Schuman⁶⁷⁵.

al fin deseado y, ahora, por coherencia con mi pensamiento expuesto en las páginas anteriores, estimo que nada se opone a que se someta tal normativa a un examen al socaire del repetido principio de proporcionalidad. Conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en el asunto C-326/07, Comisión/Italia, EU:C:2008:611, apartado 42.

⁶⁷³ *La primera indicación de la importancia fundamental que, en la economía del Tratado CE, conviene atribuir al artículo 295 CE se encuentra en su posición sistemática. Inserto en su sexta parte, consagrada a las disposiciones generales y finales, su eficacia se extiende transversalmente al conjunto de los preceptos del Tratado.* Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 43.

⁶⁷⁴ *También el carácter contundente e incondicional de su tenor da idea de su trascendencia: la expresión «en rien» no acompaña ninguna otra disposición del Tratado, mientras que raros son los preceptos que están libres de toda limitación (introducidas en general por sintagmas conjuntivos tales como «sin perjuicio de» o «en el ámbito de»).* Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 44.

⁶⁷⁵ *En fin, caso único, el artículo 295 CE deriva su autoridad directamente de la Declaración Schuman, de 9 de mayo de 1950, de la que ha sido calcado, lo que contribuye a reforzar su especificidad y su importancia simbólica.* Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 45.

Comenzando por una interpretación literal, RUIZ-JARABO señalaba que no era determinante, más allá de ser un indicio de que la noción que maneja el tratado no es jurídica, sino económica⁶⁷⁶. Tampoco la interpretación sistemática sería reveladora⁶⁷⁷. La clave sería, como hemos indicado más arriba, la interpretación histórica y teleológica a fin de evitar una interpretación demasiado extensiva de la disposición que, como hemos advertido anteriormente, frente a lo que propugnan algunos autores, el Abogado General no tenía⁶⁷⁸. La conclusión que RUIZ JARABO extraía de una interpretación histórica era que el objeto del actual artículo 345 TFUE sería declarar la neutralidad del Tratado en lo tocante a la titularidad de las empresas, entendidas en sentido económico, es decir, como medios de producción⁶⁷⁹. Por su parte, la interpretación teleológica

⁶⁷⁶ *Por la propia amplitud con que está redactada, una interpretación meramente literal no es capaz de aportar datos determinantes, más allá de esa misma amplitud. Con esto quiero decir que la imprecisión, desde un punto de vista jurídico, de la expresión «régimen de la propiedad» puede resultar no del todo estéril: constituye quizás la más clara advertencia de que no se trata de una noción jurídica, sino económica.* Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 47.

⁶⁷⁷ Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 48.

⁶⁷⁸ *Conviene, por lo tanto, recurrir a la exégesis histórica y teleológica para evitar que la propia generalidad de los términos empleados conduzca a negar todo efecto útil a la disposición. Efectivamente, si «no prejujgar», «ne pas préjuger», «lasciare impregiudicato» o «not prejudice» comprenden, como así parece, cualquier medida con incidencia en el régimen de la propiedad, entendida ésta en el sentido más amplio, serían extremadamente numerosas las normas materiales (de un tratado de integración económica) que quedarían afectadas.* Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 49.

⁶⁷⁹ El razonamiento del Abogado General RUIZ-JARABO era el siguiente:

50. La interpretación histórica me lleva, en primer lugar, a la propuesta que lanzase el ministro francés de Asuntos Exteriores, Robert Schuman, el 9 de mayo de 1950. Este texto fundador contenía ya -como indiqué- la reserva del artículo 295 CE. Por su carácter programático, es impensable que la referencia al «régimen de la propiedad» revistiera carácter técnico-jurídico alguno. Además, la alusión se hacía al «régimen de la propiedad de las empresas». El artículo 83 del Tratado CECA (25) recoge esta formulación al disponer que «el establecimiento de la Comunidad no prejujga en modo alguno el régimen de propiedad de las empresas sujetas a las disposiciones del presente Tratado». Si la precisión relativa a la sujeción a las disposiciones del Tratado resulta inútil, por superflua, el predicado «régimen de la propiedad de las empresas» permite adivinar que la verdadera preocupación del precepto tiene que

llevaba al Abogado General a concluir que el respeto del régimen de la propiedad en los Estados miembros debe extenderse a toda medida que, a través de la intervención en el sector público, entendido en sentido económico, permite al Estado contribuir a la configuración de la actividad económica de la nación⁶⁸⁰.

ver, no con la configuración del dominio en cada uno de los Estados miembros, sino con la titularidad de las entidades que operan en el tráfico.

51. Los trabajos preparatorios confirman esta impresión. Así, la primera versión del que habría de convertirse en el artículo 295 CE fue presentada por el Comité de Redacción el 5 de diciembre de 1956. Llevaba el número 9, situándose entre los principios generales, y rezaba: «Le présent Traité ne préjuge en rien le régime de propriété des moyens de production existant dans la Communauté» («El presente Tratado no prejuzga en modo alguno el régimen de la propiedad de los medios de producción existente en la Comunidad»).

La segunda versión, preparada por el Grupo Mercado Común, vio la luz el 18 de enero de 1957. Coincidió con la contenida en el artículo 83 CA, salvo en que se encontraba entre las disposiciones relativas a los monopolios. Tres días más tarde el mismo Grupo decidió colocarla entre la normativa relativa a la competencia, a la vez que suprimía la superflua referencia a la sujeción al Tratado.

La versión definitiva, que se habría de incorporar en la sexta parte del Tratado, fue adoptada por el Comité de Jefes de Delegación el 6 de marzo de 1957 y consistió en la supresión del complemento «de las empresas».

52. Del análisis de la gestación del precepto, así como de su comparación con la disposición gemela del Tratado CECA, se deduce, con toda evidencia, que su objeto es declarar la neutralidad del Tratado en lo tocante a la titularidad de las empresas, entendidas en sentido económico, es decir, como medios de producción. Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartados 50 a 52.

⁶⁸⁰ Para ello el Abogado General razonaba que

53. Para determinar el tipo preciso de cuestiones relativas a la propiedad de las empresas que pudieran caer en el ámbito del artículo es necesario acudir a la interpretación teleológica del precepto. Con los Tratados constitutivos de las Comunidades Europeas se pretendía lograr -según el dispositivo diseñado por Schuman- una integración sectorial y, por ende, parcial. La definición y la ejecución de la política económica quedaban en manos de los Estados, imponiéndoseles tan sólo restricciones -algunas, sin embargo, muy importantes- en relación con los instrumentos de aplicación de sus objetivos político-económicos, como son las normas sobre la libre competencia y las ayudas de Estado. Los demás instrumentos de intervención no quedaban afectados por los Tratados y, entre ellos, como medio más importante, la capacidad de incidir en la vida económica mediante la titularidad de las empresas.

54. De ahí se desprende, en primer lugar -y una vez más-, que la expresión «régimen de la propiedad» del artículo 295 CE no remite al ordenamiento civil de las relaciones patrimoniales -aspecto, por lo demás, completamente ajeno a los fines de los Tratados-, sino al conjunto ideal de normas de todo tipo,

Como decíamos anteriormente, el enfoque del Abogado General tiene una clara incidencia en la división vertical de competencias entre los Estados miembros y la Unión, ya que adopta un sesgo claramente inclinado en favor de las competencias de aquellos. Así lo denotan las premisas sobre las que parte su análisis de compatibilidad con los Tratados de las distintas acciones de oro. Por un lado, alude al contexto de las privatizaciones en que se gestan los poderes estatales de intervención para criticar la aproximación formal a la cuestión por parte de la Comisión⁶⁸¹. Por otro lado, insiste en la necesidad de adoptar un enfoque material basado en el contenido sustantivo de las medidas⁶⁸².

tanto de origen jurídico-privado, como de derecho público, que son capaces de otorgar la titularidad económica de una empresa, es decir, que permiten a quien la ostenta ejercer una influencia decisiva en la definición y en la ejecución de todos o algunos de sus objetivos económicos.

55. *Paralelamente se deduce de la interpretación finalista que la distinción entre empresas públicas y privadas, a efectos del Tratado, no puede reposar en la mera composición de su accionariado, sino que depende de la posibilidad que tenga el Estado de imponer determinados objetivos de política económica, distintos de la búsqueda del máximo beneficio que caracteriza la actividad privada.*

56. *En definitiva, el respeto, por parte del Tratado, del régimen de la propiedad en los Estados miembros, consagrado en el artículo 295 CE, debe extenderse a toda medida que, a través de la intervención en el sector público, entendido en sentido económico, permite al Estado contribuir a la configuración de la actividad económica de la nación.* Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartados 53 a 56.

⁶⁸¹ *En primer lugar, es pacífico entre las partes que las empresas sujetas a especial tutela han sido objeto de privatización reciente. Es decir, el Estado se ha desprendido en ellas de su participación estratégica en el capital social, la misma participación que permitía a las autoridades públicas intervenir en la elección de los objetivos económicos de la empresa mediante su influencia decisiva en la formación de la voluntad de los órganos sociales. La Comisión, sin embargo, no otorga la menor significación a esta circunstancia. Para la Comisión no existirían más que a) empresas públicas, definidas como aquellas participadas mayoritariamente por los poderes públicos y cuya actuación quedaría sustraída, siquiera en parte, a las normas del Tratado en virtud del artículo 295 CE, y b) las demás, empresas privadas todas, entre las que se contarían las que están en causa. La Comisión se adhiere aquí a una interpretación meramente jurídico-privada de la noción de titularidad de una empresa.* Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 60.

⁶⁸² *La segunda comprobación es que, para lo que a los recursos interesa, las modalidades concretas que*

Sobre estas dos premisas el análisis de RUIZ-JARABO se centra en los efectos materiales que las medidas producen sobre las libertades fundamentales, para lo cual la forma jurídica de las medidas es irrelevante⁶⁸³. A estos efectos lo determinante no es la propiedad de la entidad como titularidad jurídica, sino como control económico de la empresa⁶⁸⁴. Por ello, considera que un régimen de propiedad privada sujeto a facultades

adoptan dichas prerrogativas parecen carecer de incidencia. Para la Comisión, resulta, pues, indiferente que los poderes se ejerzan en virtud de una facultad de vigilancia administrativa clásica o mediante la definición de una «acción específica» dentro del capital social de la empresa afectada, definición que podrá quedar recogida en sus estatutos. La demandante no ha analizado, siquiera someramente, si el expediente consistente en crear una acción específica, en la medida en que se asemeja a las figuras de accionistas privilegiados, conocidas en varios ordenamientos de los Estados miembros, podía recaer dentro de la definición de «régimen de la propiedad». Por su omisión, la Comisión hace suya, esta vez, una visión finalista, de tipo económico, de lo que constituyen los poderes especiales. La opción es acertada, aunque no es coherente con la línea de argumentación que despliega en relación con la primera comprobación. Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 61.

⁶⁸³ *La lógica del planteamiento de la Comisión llevaría a tratar de forma desigual dos situaciones que, sin embargo, producen idénticos efectos desde el punto de vista de las libertades fundamentales del Tratado: por un lado, la de una empresa entera o mayoritariamente participada por una autoridad pública; por el otro, la de una empresa privada sometida a un régimen general de vigilancia administrativa sobre sus decisiones. La comparación es aún más elocuente si se hace entre una empresa pública, en la definición de la Comisión, coto vedado a los postulados comunitarios, y una empresa privada, abierta a esos mismos postulados, aunque sujeta a control administrativo de una parte de sus actuaciones. Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 64.*

⁶⁸⁴ *El artículo 295 CE, si significa algo -y existen suficientes indicios para suponer que así sea-, no tiene como objeto la propiedad entendida como la más plena pertenencia personal de las cosas, sino -insisto- como titularidad económica, en sus diversos grados y manifestaciones. Es titular, o uno de los titulares, de la cosa aquel que puede ejercer una influencia directa y decisiva en su destino o en aspectos fundamentales de su actividad. Que esta influencia se deba a la posesión de títulos valores, a una concesión administrativa, a disposiciones de los estatutos sociales, o a cualquier otro medio admitido en derecho, privado o público, es indiferente a efectos del Tratado. Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 65.*

especiales se encontraría protegido por el actual artículo 345 TFUE⁶⁸⁵. De ahí que no se pueda prejuzgar el contenido de ese régimen y sólo se puedan enjuiciar las medidas concretas adoptadas en aplicación de los mismos⁶⁸⁶.

En cuanto a la división horizontal de poderes entre el legislador de la Unión y el Tribunal de Justicia, el Abogado General se inclinó claramente en favor de una contención judicial en aras de respetar las competencias del legislador. Por consiguiente, se pronunció por una integración positiva en detrimento de la integración negativa a través del Tribunal de Justicia. Trataba, por tanto, de que el Tribunal al interpretar el Derecho Originario no interfiriera en la elaboración del Derecho Derivado⁶⁸⁷.

⁶⁸⁵ *En fin, no quiero dejar de hacerme eco de una máxima de sentido común invocada por el Gobierno español: «quien puede lo más, puede lo menos». Es difícilmente concebible que el Tratado haya querido permitir que los Estados mantengan la entera participación en cualquier empresa, con la máxima restricción de las libertades de establecimiento y de circulación de capitales que supone, y, al mismo tiempo, se oponga a un régimen liberalizado sujeto a condiciones administrativas tasadas no discriminatorias y, por tanto, más afín a una lógica integradora.*

Dicho de otro modo: si la sustracción de actividades económicas a la iniciativa privada, mediante su atribución a organismos de titularidad pública (supuestos puros de nacionalización o socialización), es creadora de un régimen especial de propiedad, por oposición al régimen de propiedad común, no hay razón para que un régimen de propiedad privada sujeto a facultades especiales no merezca la misma calificación ni un tratamiento menos favorable. Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 66.

⁶⁸⁶ Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartados 67 y 68, transcritos más arriba.

⁶⁸⁷ *Soy consciente, en todo caso, de que la interpretación que propongo contiene una cierta carga de lo que viene en llamarse «judicial restraint». Este restraint me parece, no obstante, querido por el Tratado, como he explicado, y exigido por la realidad económica de los distintos sectores de actividad sujetos a procesos de privatización. A falta de legislación específica, el Tribunal de Justicia se me antoja poco equipado para realizar apreciaciones complejas de política económica: ni cuenta con los medios necesarios ni es ésa su misión. Es urgente, pues, que el legislador comunitario termine la labor dejada expresamente inacabada en 1957.* Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 72.

Así se desprende del ejercicio, basado en el ámbito y las limitaciones temporales, que hace para indagar qué tipo de medidas pueden acogerse a la reserva del actual artículo 345 TFUE. Respecto de los perfiles de las medidas, se centra en que deben ser sólo aquellas medidas que el Estado habría podido adoptar de retener la propiedad; en este sentido alude expresamente a los problemas derivados de la asimetría en el nivel de liberalización y la posible frustración de los objetivos de la liberalización⁶⁸⁸. En lo que concierne a la legitimidad temporal, alude a la adopción de una legislación sectorial y, a falta de ésta, al test de compatibilidad con el Mercado Interior de las medidas concretas⁶⁸⁹.

⁶⁸⁸ *En relación con el ámbito máximo de aplicación, se deduce del principio de neutralidad en la titularidad de las empresas que no es aceptable cualquier tipo de medidas que tengan incidencia en la organización y gestión de esas empresas, sino solamente aquellas que el Estado hubiese podido adoptar de haber conservado la empresa en régimen de propiedad pública. Sólo se trata, en efecto, de garantizar que la privatización no tenga consecuencias perjudiciales para la instalación funcional («instrumentaler Einsatz») de las empresas llamadas a servir a la realización directa o indirecta de objetivos de política económica. Entre las medidas que pueden justificarse de esta manera figuran, desde luego, las que permiten la intervención del Estado en la selección del o de los socios mayoritarios de la empresa privatizada. Es innegable que la identidad de los accionistas mayoritarios reviste una importancia primordial para pronosticar las opciones estratégicas de la empresa.*

En este orden de cosas, merece especial comprensión la preocupación de los Estados de no permitir que una empresa privatizada regrese al ámbito de decisión público mediante la adquisición mayoritaria de su capital por parte de una empresa pública de otro Estado miembro. Aparte del anómalo desequilibrio que presentaría una operación de esas características, especialmente si la «empresa depredadora» goza de un monopolio legal en su territorio nacional, cabría preguntarse si no hay riesgo cierto de que se reduzca el ámbito del libre juego de la competencia, frustrándose así los objetivos de la privatización. Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369, apartado 70

⁶⁸⁹ *Por lo que al aspecto temporal se refiere, opino que la perfección del mercado interior, tal como lo prefigura el artículo 4 CE, apartado 1, debe conducir a reducir la eficacia -ya de por sí muy relativa- de la reserva del artículo 295 CE. La adopción de legislación sectorial deberá constituir el primer instrumento para acotarla temporalmente. Además, aun a falta de toda intervención legislativa, el Tribunal de Justicia podrá apreciar el carácter extemporáneo de una restricción por remisión al carácter «objetivamente justificado» que, de acuerdo con su jurisprudencia constante, deberán revestir las medidas de intervención concretas. Conclusiones acumuladas del Abogado General RUIZ-JARABO en los Asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99 Comisión/Portugal, Francia y Bélgica, EU:C:2001:369,*

Como resumió en las conclusiones que presentó en los asuntos Comisión/España y Comisión/Reino Unido, su ponderación permitiría salvar la incoherencia que supone, por un lado, condenar a un Estado miembro que, manteniendo determinadas prerrogativas en su seno, ha accedido a desprenderse de su participación social en algunas empresas estratégicas, facilitando la interpenetración de los mercados nacionales querida por los Tratados, y tolerar, por otro lado, sin la menor justificación, que otro Estado miembro impida o restrinja tal integración mediante la propiedad pública de las mismas empresas⁶⁹⁰.

Por tanto, como venimos subrayando, la diferencia entre la postura del Tribunal de Justicia y el Abogado General presenta un profundo calado desde el punto de vista del proceso de integración. Si bien la argumentación de RUIZ-JARABO resulta sugerente a primera vista, un análisis más detallado de la cuestión pone de manifiesto que su postura no se compadece con los principios que informan la construcción del Mercado Interior.

En una primera aproximación, desde el punto de vista gramatical, parece claro que, cuando el Tratado señala que no prejuzga el régimen de propiedad, denota un enfoque neutral de la Unión respecto del régimen que los Estados establezcan. Dicho con otras palabras, la expresión del artículo 345 se refiere a la postura neutral que toma la Unión con respecto a la forma en que los Estados miembros regulan su régimen de la propiedad⁶⁹¹. En consecuencia, como indican AKKERMANS y RAMEKERS, *el artículo 345 TFUE limita, pero no impide la aplicación del Tratado CE en su conjunto a la forma en que la normativa de un Estado miembro trata el derecho de propiedad de las empresas. El artículo no da más poderes a la UE, ni da poderes a los Estados miembros*⁶⁹².

apartado 71.

⁶⁹⁰ Conclusiones del Abogado General RUIZ-JARABO en los asuntos C-463/00 y C-98/01, Comisión/España y Comisión/Reino Unido, EU:C:2003:71, apartado 54.

⁶⁹¹ AKKERMANS, Bram y RAMAEKERS, Eveline. *Article 345 TFEU (ex. 295 EC), Its Meanings and Interpretations*. European Law Journal, Vol. 16, No 3, pp. 292-314, May 2010 Pág. 298.

⁶⁹² AKKERMANS, Bram y RAMAEKERS, Eveline. *Article 345 TFEU (ex. 295 EC), Its Meanings and Interpretations*. European Law Journal, Vol. 16, No 3, pp. 292-314, May 2010 Pág. 305.

En segundo término, la postura del Abogado General es, en principio, acertada en lo relativo al enfoque basado en el control económico. Frente a ello, THIRION considera que no sería correcta, en la medida en que la sinonimia entre propiedad y control que pudiera inspirar a los redactores del Tratado CECA no puede predicarse en las grandes corporaciones de la actualidad⁶⁹³. A su juicio, tanto razones de orden gramatical como de la noción de control desde el punto de vista del derecho de sociedades impedirían suscribir las tesis del Abogado General⁶⁹⁴.

⁶⁹³ *Este enfoque es ciertamente criticable en el momento actual, dada la creciente complejidad de la vida empresarial y las técnicas de separación de la propiedad y el poder que sucede en algunas empresas (sobre todo las grandes corporaciones con el accionariado disperso): en estas hipótesis, la propiedad de que se trate, sea la propiedad de los activos de la empresa (es decir, cuando la empresa tiene una personalidad jurídica independiente, que es, propiamente, la dueña de este patrimonio), sean los valores representativos del capital social (son los accionistas los que disfrutan de la propiedad de dichos valores). Sin embargo, el control real está en manos de aquellos que tienen el poder para gestionar la empresa, o al menos ejercer una influencia dominante sobre la composición y el funcionamiento de los órganos sociales de esta última (es decir, con claridad, por el accionista o los accionistas de control y los directivos designados por ellos en grupo). De ahí que hoy se puede dudar de la sinonimia que se establece entre la propiedad y el control tanto por los autores del Tratado como por el Abogado General deseoso de restituir las condiciones redacción del artículo 295 en su contexto histórico. THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. N° 3-4. 2003. Págs. 260.*

⁶⁹⁴ *Dos razones, esencialmente, motivan nuestra reticencia a un alineamiento completo con el razonamiento del eminente magistrado. En primer lugar, un argumento de orden exegético: para evitar una interpretación dispersa de los textos, nos parece preferible, en general, atenerse a las palabras utilizadas por el autor de una norma. Desde el momento en que los redactores del Tratado CE se han visto obligados a utilizar la palabra "propiedad", por lo que es importante tener en cuenta que es esa institución el término al que los redactores del Tratado han querido referirse y no a la del control, de contenido diferente como ya tuvimos la oportunidad de mostrar. En segundo lugar, en los diferentes casos presentados ante el Tribunal, no se trataba de un "control" de las autoridades públicas sobre la gestión de la empresa privatizada en el sentido que ese término tiene ahora en derecho de sociedades y, en términos más generales, en derecho económico, es decir, la facultad de ejercer, de manera general y a título permanente, una influencia dominante en la gestión de la empresa privatizada y la composición y funcionamiento de sus órganos de gobierno: en su lugar eran prerrogativas específicas, puntuales (incluso aunque ese "puntual" pueda, como en la legislación italiana, ser muy intrusivo) atribuidas al poder público - el control en sí fue por el hecho mismo de la privatización transferido al sector privado -. Por lo tanto, el razonamiento extraído de una interpretación del artículo 295 del Tratado CE que se refiere a la idea de control nos parece, de cualquier manera mal adaptado al caso en cuestión.*

Sin embargo, como demuestra LOSADA FRAGA, el contexto histórico en que se gestó la declaración Schuman y el Tratado CECA, es decir, el control del carbón y del acero y el papel de la industria alemana es crucial⁶⁹⁵. Como acertadamente señala este autor, la declaración de que no se prejuzga el régimen de propiedad trató de desvincular a la Comunidad del problema de la propiedad de las minas del Sarre y del

THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. N° 3-4. 2003. Págs. 262-263.

⁶⁹⁵ *La Declaración Schuman mencionó que el establecimiento de la Alta Autoridad, un órgano administrativo supranacional no prejuzgaría el régimen de propiedad de las empresas. Para comprender esta afirmación es importante recordar el contexto político de la época. Después de la Segunda Guerra Mundial, las autoridades francesas estaban preocupadas por el posible rearme de Alemania, mientras que en el otro lado de la frontera el pueblo alemán estaba tratando de recuperar su dignidad habiendo aceptado su responsabilidad en los eventos pasados. No mostrar piedad hacia ellos podría haber puesto en peligro su arrepentimiento y habría creado un caldo de cultivo para un nacionalismo renovado y potencialmente peligroso. Como resultado, los primeros pasos en el proceso de integración europea se basaron en un delicado equilibrio entre el deseo francés de controlar de algún modo el potencial industrial alemán y la necesidad de Alemania de recuperar su propia dignidad.*

Uno de los elementos en la restauración de la dignidad de Alemania fue su capacidad, como estado, de recuperar el control de sus industrias. Como cuestión de hecho, en la Alemania ocupada, la Ley 75 de las fuerzas británicas y estadounidenses ya había reorganizado las compañías de carbón y de acero y estableció, en contra de la opinión de los franceses, un "compromiso de volver a privatizar la industria del Ruhr", devolviendo de este modo la competencia sobre las normas relativas a la propiedad de las fábricas al gobierno alemán. Es cierto que el principal objetivo de esta medida era aclarar que los activos eran propiedad alemana y por lo tanto disponibles para ser utilizados para el pago de los daños de guerra, pero una vez que la propiedad de las empresas había sido transferida al estado alemán, todas las medidas que proponían algún tipo de control por las autoridades francesas sobre la industria alemana fueron sacadas de la agenda.

*Los franceses se mantuvieron suspicaces e incómodos sobre el potencial de la industria alemana, sobre todo debido a la influencia decisiva de ciertos grupos industriales considerados como cómplices del nazismo y su política de agresión. Sólo una norma general y abstracta aplicable a todos los países sin excepción sería aceptada con el fin de mantener el rearme del vecino bajo control. Esto se realiza a través de una política de defensa de la competencia de carácter universal importada de los Estados Unidos, que sería supervisada e implementada por la Alta Autoridad. LOSADA FRAGA, Fernando; JUUTILAINEN, Teemu; HAVU, Katri y Vesala, JUHA. *Property and European Integration: Dimensions of Article 345 TFEU*. Helsinki Legal Studies Research Paper No. 17. Helsinki: 2012. Pág. 3-4.*

Ruhr y de las diferentes concepciones de la economía de mercado que pudieran tener los distintos Estados miembros⁶⁹⁶. Además, desde el punto de vista de la soberanía económica, esta cláusula aclara que no se atribuye a la nueva Comunidad la potestad de nacionalizar empresas⁶⁹⁷. No obstante, LOSADA FRAGA advierte que no está claro el cambio posterior a una redacción más amplia, que se pasa a referirse de modo genérico al régimen de propiedad⁶⁹⁸.

⁶⁹⁶ *La afirmación en la Declaración Schuman, según la cual la creación de la Alta Autoridad no prejuzga el régimen de propiedad de las empresas, fue la primera formulación de lo que más tarde se convirtió en el artículo 345 del TFUE. Esta declaración sirvió para varios propósitos. En primer lugar, se trató de separar la Comunidad propuesta del tema político sin resolver y altamente sensible de los derechos de propiedad sobre las minas de carbón en el Sarre y las minas del Ruhr. El objetivo del Tratado CECA no era resolver este conflicto, sino poner en común las industrias del carbón y del acero a pesar de su existencia. Además, la declaración delimitó las competencias de la Comunidad proyectada. Es decir, a pesar de que los recursos iban a ser puestos en común y la Alta Autoridad planificaría el desarrollo del sector, el Tratado no afectaría a las normativas nacionales en materia de propiedad. Por lo tanto, diferentes concepciones de la economía de mercado encajarían en el sistema propuesto.* LOSADA FRAGA, Fernando; JUUTILAINEN, Teemu; HAVU, Katri y Vesala, JUHA. *Property and European Integration: Dimensions of Article 345 TFEU*. Helsinki Legal Studies Research Paper No. 17. Helsinki: 2012. Pág. 4-5.

⁶⁹⁷ *Esta declaración tuvo un contenido implícito y adicional, ya que también significó que la nueva Comunidad en ningún caso tendría la potestad de nacionalizar empresas. Hay que recordar que ese poder es una expresión importante del monopolio de la fuerza legítima que define un estado. Por lo tanto, al ratificar el TCECA, los Estados miembros no estaban confiriendo este atributo clave de su soberanía sobre la Alta Autoridad. Todas estas razones están detrás de la codificación de esta declaración como una de las disposiciones generales y finales del Tratado (artículo 83).* LOSADA FRAGA, Fernando; JUUTILAINEN, Teemu; HAVU, Katri y Vesala, JUHA. *Property and European Integration: Dimensions of Article 345 TFEU*. Helsinki Legal Studies Research Paper No. 17. Helsinki: 2012. Pág. 5.

⁶⁹⁸ *Una pregunta subsiguiente es por qué se mantuvo esta disposición, aunque con una formulación diferente, cuando se negoció la integración económica en términos más generales algunos años más tarde. ¿Las razones originales detrás de él, referidas a las condiciones particulares de las industrias del carbón y del acero y a ciertas cuestiones políticamente sensibles, eran también válidas con respecto a una integración económica más amplia? Cabe señalar que el artículo 83 TCECA menciona explícitamente como el objeto de la disposición las empresas sujetas a las disposiciones de este Tratado, mientras que el nuevo artículo 222 TCEE se refirió al régimen de la propiedad en los Estados miembros. Esto sugiere que se necesitaba una disposición más general para el nuevo paso en la integración europea. Tal vez esto era una reclamación más amplia contra el otorgamiento de cualquier poder de*

A nuestro juicio, la intuición de este autor, según la cual al tener el proyecto de integración un contenido más amplio exigía esa nueva redacción, es acertada. Un Mercado Interior, construido sobre las cuatro libertades a las que alude el artículo 26 TFUE, exige una referencia genérica al régimen de propiedad. La referencia a la propiedad de las empresas limitaría su contenido fundamentalmente al derecho de establecimiento y, difícilmente, alcanzaría a la libre circulación de capitales. Por lo demás, las reticencias de THIRION sobre la noción de control no están justificadas. En un programa de integración tan amplio el ámbito del artículo 345 debe extenderse a todas las manifestaciones de la propiedad y, además, ello sería coherente con la noción que en materia de libertades de circulación sigue el Tribunal a la hora de atribuir la existencia de una restricción a un Estado miembro⁶⁹⁹.

nacionalizar. Sea como fuere, no se puede dar ninguna respuesta convincente de por qué se mantuvo la disposición debido a la consideración simplista del proceso de redacción de los trabajos preparatorios y la falta de literatura. LOSADA FRAGA, Fernando; JUUTILAINEN, Teemu; HAVU, Katri y Vesala, JUHA. *Property and European Integration: Dimensions of Article 345 TFEU*. Helsinki Legal Studies Research Paper No. 17. Helsinki: 2012., pág.. 5-6.

⁶⁹⁹ Con carácter general, las obligaciones de libre circulación se imponen de la misma manera respecto de todos los órganos del Estado miembro, sean autoridades judiciales, administrativas o legislativas (Sentencia Allen & Hanburys/Generics, 434/85, EU:C:1988:109, apartado 25). En particular, la noción de Estado miembro incluye a cualquiera de las autoridades de los Estados miembros, con independencia de que se trate de autoridades del poder central, de autoridades de un Estado federado o de otras autoridades territoriales (Sentencia Aragonesa de Publicidad Exterior y Publivia/Departamento de Sanidad y Seguridad Social de Cataluña, C-1/90 y C-176/90, EU:C:1991:327, apartado 8).

De igual modo, la noción de Estado Miembro se extiende a sus personificaciones instrumentales, sean de Derecho Público o Privado. Así, el Tribunal ha declarado que las obligaciones derivadas incluyen a los establecimientos de derecho público bajo la tutela de un Ministerio (Sentencia Comisión/Bélgica, C-227/06, EU:C:2008:160, apartado 37). Respecto de las personificaciones de Derecho privado, el Tribunal de Justicia ha señalado que sus actividades, cuando han sido creados por ley, financiados principalmente por el Gobierno o por aportaciones obligatorias de las empresas de un sector determinado y/o cuyos miembros son nombrados o supervisados por las autoridades públicas se pueden atribuir al Estado miembro (Sentencias Comisión/Irlanda, C-249/81, EU:C:1982:402; Comisión/Alemania, C-325/00, EU:C:2002:633 ; y Comisión/Bélgica, C-227/06, EU:C:2008:160).

Es más, incluso las meras declaraciones de un funcionario pueden ser una restricción si los destinatarios de tales declaraciones pueden razonablemente suponer, en el contexto dado, que se trata de posiciones

Si bien el enfoque del Abogado General en estos dos puntos era correcto, no es posible aceptarlo por dos razones vinculadas a dos conceptos, reciprocidad y proteccionismo, que podríamos denominar tabúes en el Derecho de la Unión Europea. En primer lugar, desde el punto de vista intuitivo, la referencia a las asimetrías en el proceso de liberalización no se compadece con los principios que informan el proceso de integración. La reciprocidad como causa de justificación de la conducta de un Estado miembro ha sido rechazada de manera reiterada por el Tribunal de Justicia⁷⁰⁰.

Por lo que se refiere al proteccionismo, como ha subrayado BENYON, a menudo se sospecha que la protección de los "campeones nacionales" está detrás de las medidas restrictivas de los Estados Miembros de la inversión directa. En el caso de la acción de oro portuguesa, no sólo era sospecha, sino que se expuso claramente en la ley que fue impugnada por la Comisión en el procedimiento de infracción⁷⁰¹. De la misma manera, el profesor ARIÑO ha señalado que las acciones de oro son un instrumento típico empleado por los Estados miembros para evitar las “invasiones no deseadas de inversores extranjeros”⁷⁰². Es más, al analizar la jurisprudencia de la acción de oro, el Abogado General JÄÄSKINEN no ha dudado en apuntar que el carácter proteccionista de las medidas justificó que el Tribunal de Justicia haya considerado sistemáticamente que tales medidas eran incompatibles con la libre circulación de capitales y con la libertad de establecimiento⁷⁰³.

que el funcionario adopta en virtud de la autoridad de su cargo (Sentencia AGM-COS.MET, C-470/03, ECLI:EU:C:2007:213, apartados 56 a 58).

⁷⁰⁰ Según la jurisprudencia, en el ordenamiento jurídico establecido por el Tratado, la aplicación del Derecho de la Unión por los Estados miembros no puede someterse a una condición de reciprocidad. Los artículos 258 y 259 TFUE establecen las vías de recurso apropiadas para hacer frente a los incumplimientos, por los Estados miembros, de las obligaciones derivadas del Tratado (Sentencia Comisión/Finlandia C-118/07, EU:C:2009:715. apartado 48).

⁷⁰¹ BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 32

⁷⁰² ARIÑO ORTIZ, Gaspar. *El desafío energético europeo: ¿campeones o mercado?* Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia, N° 247, 2007. Pág. 20.

⁷⁰³ Conclusiones del Abogado General JÄÄSKINEN en el asunto Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:242, apartado 94.

Desde el punto de vista de los principios, no puede utilizarse el régimen de propiedad con esta finalidad. De acuerdo con el análisis del profesor MADURO al valorar la jurisprudencia de la acción de oro, debe subrayarse la coherencia del Tribunal. Según este autor, *existe una obligación de coherencia que se impone al Estado una vez que se decide abrir un determinado sector en el mercado. Este requisito es especialmente importante en el caso de la privatización de las antiguas empresas estatales. En efecto, si bien el Estado tiene derecho a mantener la propiedad pública de determinadas empresas por el Tratado, no tendrá derecho a ser selectivo en el acceso que otorga a determinados sectores económicos una vez que éstos están abiertos al mercado. Si el Estado tuviera derecho a mantener las formas especiales de control de mercado sobre las empresas privatizadas, podría fácilmente frustrar la aplicación de las normas sobre libre circulación al autorizar un acceso únicamente selectivo y potencialmente discriminatorio a partes sustanciales del mercado nacional. Es por esta razón que una vez que un Estado decide privatizar una empresa determinada, la protección de la libre circulación de capitales exige que se proteja la autonomía económica de esta empresa, excepto cuando sea necesario para salvaguardar determinados intereses públicos fundamentales reconocidos por el Derecho comunitario. La intervención del Estado ya no puede ser determinada por el propósito de asegurar un control económico de la empresa de una manera contraria a la explotación normal del mercado. Sólo puede estar relacionada con la búsqueda de un posible interés económico general asociado a esa compañía*⁷⁰⁴.

Desde esta perspectiva podemos apreciar en su plenitud que el Tribunal siguió un enfoque claramente federal a favor de la integración económica basado en técnicas de integración negativa. Además no resulta razonable reprocharle su falta de formalismo al atender a los efectos económicos de las medidas enjuiciadas⁷⁰⁵. No en vano, a la hora de proteger el Mercado Interior el Tribunal ha valorado incluso las meras declaraciones de las autoridades como restricciones a las libertades de circulación⁷⁰⁶. Es más, desde esta óptica y haciendo un paralelismo con la enmienda Exon-Florio, las garantías que

⁷⁰⁴ MADURO, Miguel Poiars, *The Chameleon State: EU Law and the Blurring of the Private/Public Distinction in the Market*. 2010. Pág. 9

⁷⁰⁵ Vid THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. N° 3-4. 2003. Págs. 263-265.

⁷⁰⁶ Sentencia AGM-COS.MET, C-470/03, ECLI:EU:C:2007:213, apartados 56 a 58.

veremos que exige el Tribunal para valorar la proporcionalidad de los distintos regímenes tienen pleno sentido y es razonable que no se espere a su concreto ejercicio.

Con referencia a sectores estratégicos, resulta interesante traer a colación en nuestro ejercicio de análisis la doctrina contenida en la Sentencia del Tribunal EFTA de 26 de junio de 2007 recaída en el asunto E-2/06⁷⁰⁷. En este caso se enjuiciaba la conformidad con el Acuerdo EFTA de una ley noruega que otorga a las empresas privadas y a todas las empresas de las otras Partes Contratantes del Acuerdo EEE una concesión limitada en el tiempo para la adquisición de presas para la producción de energía, con la obligación de entregar todas las instalaciones al Estado noruego sin compensación a la expiración del período de concesión, mientras que las empresas públicas noruegas se beneficiaban de las concesiones por un período ilimitado de tiempo. En su defensa el Gobierno noruego invocó el artículo 125 del Acuerdo EEE, que tiene un contenido idéntico al artículo 345 TFUE⁷⁰⁸. Señaló que la norma enjuiciada era parte de la estructura de propiedad del sector hidroeléctrico y, como tal, estaba protegida por el artículo 125 del Acuerdo EEE⁷⁰⁹.

Pues bien, el Tribunal EFTA recordó que, según la jurisprudencia del Tribunal de Justicia, aunque el régimen de la propiedad es una decisión competencia de cada Estado miembro, dicha disposición no tiene el efecto de eximir a las medidas que establecen un sistema de las reglas fundamentales del Acuerdo EEE, incluidas las normas sobre libre circulación de capitales y la libertad de establecimiento⁷¹⁰. Tras analizarla, consideró que una norma de esa índole⁷¹¹, no se podía decir que tenía por

⁷⁰⁷ Case E-2/06 EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway [2007] Rep. 164

⁷⁰⁸ En este sentido es jurisprudencia reiterada tanto del Tribunal de Justicia como del Tribunal EFTA que, por razones de homogeneidad, los artículos del TFUE y del Acuerdo EEE que tienen el mismo tenor deben interpretarse de idéntica manera. Vid. Sentencia A, C-48/11, EU:C:2012:485, apartado 15 y jurisprudencia citada; en el ámbito EFTA, Case E-2/06 EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway [2007] Rep. 164, apartado 59.

⁷⁰⁹ Case E-2/06 EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway [2007] Rep. 164, apartado 41.

⁷¹⁰ Case E-2/06 EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway [2007] Rep. 164, apartado 62.

⁷¹¹ En particular, valoró que el régimen establecido en la ley noruega sólo introducía o mantenía una clase de activos predominantemente de propiedad pública, mientras que al mismo tiempo dejaba a la discreción de las autoridades competentes si se debe volver a establecer la propiedad privada de los bienes. El

objeto el establecimiento de un "régimen de la propiedad" en el sentido del artículo 125 del Acuerdo EEE. Más bien, las normas impugnadas están dirigidas a lograr un cierto nivel de control público de un sector relevante de la economía⁷¹². La adquisición de control público, como tal, no puede considerarse como un requisito obligatorio. Sin embargo, la adquisición de control público puede ser un medio para alcanzar otros objetivos que puedan beneficiarse de objetivos legítimos, lo que podría justificar restricciones a la libre circulación⁷¹³.

De la misma manera, continuando con los sectores estratégicos de la economía, el propio Tribunal de Justicia dio continuidad a este enfoque tal y como se refleja en la Sentencia que dictó en el asunto *Essent y otros*⁷¹⁴. En esa cuestión prejudicial se planteó por el Tribunal Supremo de los Países Bajos en el marco de varios litigios que entre el Gobierno de Holanda y unas sociedades que se dedicaban a la producción, el suministro y el negocio de la electricidad y el gas en el territorio neerlandés.

La duda en el caso *Essent* se planteaba con respecto a una norma nacional que prohibía, en primer lugar, la venta de acciones de los gestores de redes de distribución de electricidad y de gas que desarrollen su actividad en el territorio neerlandés a inversores privados (prohibición de privatización); en segundo lugar, los vínculos de propiedad o de control entre, por una parte, sociedades que formen parte de un grupo al que pertenezcan un gestor de tales redes de distribución y, por otra parte, sociedades que formen parte de un grupo al que pertenezca una empresa que se dedique a la producción, suministro o comercialización de electricidad o gas en el territorio neerlandés (prohibición de grupos); y, en tercer lugar, la realización por tal gestor y por el grupo al que pertenezca, de operaciones o actividades que pudieran menoscabar el interés de la gestión de la red de que se trate (prohibición de actividades que puedan

Tribunal entendió que, antes que establecer un régimen de propiedad, la norma tenía por objeto lograr un cierto nivel de control público del sector relevante de la economía - mediante el logro de la propiedad pública de la mayoría de los activos correspondientes. *Case E-2/06 EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway* [2007] Rep. 164, apartado 73.

⁷¹² *Case E-2/06 EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway* [2007] Rep. 164, apartado 77.

⁷¹³ *Case E-2/06 EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway* [2007] Rep. 164, apartado 78.

⁷¹⁴ Sentencia *Essent y otros*, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677.

menoscabar la gestión de la red⁷¹⁵.

Respecto de la primera prohibición el Tribunal de Justicia señaló que tenía por objeto mantener un régimen de propiedad pública respecto a dichos gestores y, por consiguiente, estaba incluida en el ámbito de aplicación del artículo 345 TFUE⁷¹⁶. En particular, razonó que los Estados miembros pueden legítimamente perseguir el objetivo consistente en establecer o mantener un régimen de propiedad pública de determinadas empresas⁷¹⁷. Para alcanzar esta conclusión se basó en la jurisprudencia según la cual los Tratados no se oponen, en principio, ni a la nacionalización de empresas ni a su privatización⁷¹⁸.

Respecto a las otras dos prohibiciones advirtió que el artículo 345 TFUE no produce el efecto de sustraer los regímenes de propiedad existentes en los Estados miembros a las reglas fundamentales del TFUE, entre las que se encuentran, en particular, las de no discriminación, libertad de establecimiento y libre circulación de capitales⁷¹⁹.

Por ello, señaló que el hecho de que el Reino de los Países Bajos haya previsto, en el sector de los gestores de las redes de distribución de electricidad o de gas que desarrollen su actividad en su territorio, un régimen de propiedad pública incluido en el ámbito de aplicación del artículo 345 TFUE no permite eximir a este Estado miembro de la obligación de respetar, en dicho sector, las normas relativas a la libre circulación de capitales⁷²⁰. De este modo concluyó que la prohibición de privatización está incluida en el ámbito de aplicación del artículo 63 TFUE y debe ser examinada a la luz de éste, al igual que la prohibición de grupos o la prohibición de actividades que puedan menoscabar el interés de la gestión de la red⁷²¹.

⁷¹⁵ Sentencia Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677, apartado 2.

⁷¹⁶ Sentencia Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677, apartado 33.

⁷¹⁷ Sentencia Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677, apartado 31.

⁷¹⁸ Sentencia Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677, apartado 30.

⁷¹⁹ Sentencia Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677, apartado 36.

⁷²⁰ Sentencia Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677, apartado 37.

⁷²¹ Sentencia Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677, apartado 38.

Como explicaba el Abogado General JÄÄSKINEN en las conclusiones que presentó, el artículo 345 TFUE reconoce el principio de neutralidad ante la propiedad, pública o privada, de los “medios de producción” y de las empresas. Ello tiene a su juicio dos corolarios. Por una parte, una consecuencia inherente al sistema de propiedad adoptado, en la medida en que dicho sistema no sea discriminatorio o desproporcionado, no puede ser considerada un obstáculo comprendido en el ámbito de aplicación de las prohibiciones que prevé el Tratado. Por otra parte, las consecuencias restrictivas distintas de las derivadas directamente y de forma inevitable del régimen de la propiedad pública o privada están, en cambio, sometidas a las libertades fundamentales del Tratado⁷²².

A nuestro modo de ver, la clave de la cuestión radica en que el artículo 345 TFUE no puede actuar como una eximente que permita a los Estados sustraerse de las obligaciones que impone el TFUE. No es posible admitir que un Estado miembro pueda invocarlo para sustraerse a las libertades fundamentales garantizadas por el Tratado, so pena de crear una laguna injustificada en el sistema de protección de tales libertades fundamentales⁷²³. Así lo señaló sagazmente el Abogado General MADURO en las conclusiones que presentó en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, Comisión/Países Bajos, al referirse a la forma en la actúa el Estado en la economía y la necesaria coherencia de ésta con los mecanismos de funcionamiento que le son propios⁷²⁴. Recordaba el Abogado General MADURO que RUIZ-JARABO dedujo del artículo 345 TFUE que, puesto que un Estado puede, en teoría, mantener el pleno control de las sociedades mediante la titularidad pública, puede a fortiori mantener un control más limitado en las compañías privatizadas a través de determinados derechos especiales. El Tribunal de Justicia no siguió este razonamiento. Declaró que los Estados miembros no podían alegar sus regímenes de propiedad para justificar obstáculos a las libertades previstas por el Tratado que sean consecuencia de privilegios que se les

⁷²² Conclusiones del Abogado General JÄÄSKINEN en el asunto Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:242, apartado 42.

⁷²³ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 18.

⁷²⁴ Conclusiones del Abogado General MADURO en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, Comisión/Países Bajos, EU:C:2006:234

atribuyan en su condición de accionistas de una empresa privatizada⁷²⁵.

Para el Abogado General portugués, la postura del Tribunal de Justicia está en consonancia con su jurisprudencia en otros ámbitos en los que se suscitan cuestiones acerca de los límites que se imponen al Estado cuando actúa como operador del mercado. Cuando un Estado decide liberalizar un determinado sector del mercado, debe actuar de forma coherente con esa decisión. Esta exigencia de coherencia se deriva de la necesidad de garantizar que el Estado actúe de conformidad, bien con los métodos del mercado, bien con los métodos políticos⁷²⁶.

En el supuesto de la privatización de empresas anteriormente pertenecientes al Estado, este requisito es particularmente importante. El Tratado autoriza a los Estados miembros a mantener la propiedad pública de determinadas empresas. Sin embargo, no les autoriza a restringir selectivamente el acceso de los operadores del mercado a determinados sectores económicos una vez que dichos sectores han sido privatizados. Si el Estado pudiese lícitamente mantener especiales formas de control del mercado en las empresas privatizadas, podría fácilmente frustrar la aplicación de las normas sobre libre circulación permitiendo solamente un acceso selectivo y potencialmente discriminatorio a sectores sustanciales del mercado nacional⁷²⁷.

Por consiguiente, cuando el Estado privatiza una empresa, la libre circulación de capitales exige que se proteja su autonomía económica, a menos que exista una necesidad de salvaguardar intereses públicos esenciales reconocidos por el Derecho comunitario. Así pues, cualquier tipo de control estatal de una empresa privatizada, siempre que sea ajeno a los mecanismos habituales del mercado, debe estar vinculado a la realización de las actividades de interés económico general asociadas a dicha empresa⁷²⁸. Se trata, podríamos añadir, de la solución que permite eliminar las

⁷²⁵ Conclusiones del Abogado General MADURO en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, Comisión/Países Bajos, EU:C:2006:234, apartado 28.

⁷²⁶ Conclusiones del Abogado General MADURO en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, Comisión/Países Bajos, EU:C:2006:234, apartado 28.

⁷²⁷ Conclusiones del Abogado General MADURO en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, Comisión/Países Bajos, EU:C:2006:234, apartado 29.

⁷²⁸ Conclusiones del Abogado General MADURO en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04,

tensiones geopolíticas y económicas y, de este modo, salvaguardar los principios que informan el proceso de integración.

3.5.2.- La aplicación del Derecho de Sociedades.

La segunda categoría de justificaciones se refiere al argumento del Derecho de Sociedades y su aplicación al Estado, y en este caso la solución adoptada es plenamente consistente con las consideraciones que acabamos de hacer. La esencia de la cuestión es si el poder público debe actuar como un inversor sometido al Derecho privado y si debe recibir el mismo trato que un accionista privado⁷²⁹. En este punto las conclusiones que presentó el Abogado General MADURO son especialmente reveladoras del enfoque que finalmente ha seguido el Tribunal⁷³⁰.

En primer lugar, el Abogado General señala que, a los efectos de determinar si se restringen las libertades fundamentales cuando el Estado goza de especiales poderes en una empresa, es irrelevante el modo en que tales poderes se conceden o la forma jurídica que adoptan⁷³¹. El hecho de que un Estado miembro actúe dentro del marco de su Derecho de sociedades interno no significa que sus facultades especiales no puedan constituir una restricción⁷³². En esta misma línea, advierte con vehemencia el Abogado

Comisión/Países Bajos, EU:C:2006:234, apartado 30.

⁷²⁹ Se analiza la cuestión en las sentencias Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273; Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608; Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717.

⁷³⁰ Conclusiones del Abogado General MADURO en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, Comisión/Países Bajos, EU:C:2006:234; y en el asunto Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2006:524.

⁷³¹ *Por otra parte, a los efectos de determinar si se restringe la libre circulación de capitales cuando el Estado goza de especiales poderes en una empresa, es irrelevante el modo en que tales poderes se conceden o la forma jurídica que adoptan. El hecho de que un Estado miembro actúe dentro del marco de su Derecho de sociedades interno no significa que sus facultades especiales no puedan constituir una restricción en el sentido del artículo 56 CE.* Conclusiones del Abogado General MADURO en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, Comisión/Países Bajos, EU:C:2006:234, apartado 23.

⁷³² *A mi juicio, el hecho de que las facultades de nombramiento del Comune di Milano se basen en una*

General MENGOZZI, *¡admitir una argumentación contraria tendría como consecuencia que los Estados miembros pudieran eludir la aplicación de las disposiciones del artículo 56 CE por el mero hecho de que no haya sido el «Estado-legislador» sino el «Estado-accionista» el que haya creado las acciones privilegiadas tras la autorización concedida por el «Estado-legislador»!*⁷³³.

La clave es que, según precisa el Abogado General MADURO, las normas del Tratado en materia de libertades fundamentales imponen obligaciones a las autoridades nacionales de los Estados miembros, independientemente de si éstas actúan en su calidad de autoridad pública o como entidad de Derecho privado. Por tanto, los Estados miembros, cuando actúan como operadores del mercado, pueden estar sujetos a restricciones que no se aplican a otros operadores del mercado⁷³⁴.

En cuanto a las disposiciones legales especiales, la mera circunstancia de que el legislador nacional incluya entre las disposiciones que regulan las sociedades anónimas

disposición de Derecho privado no excluye la aplicación del artículo 56 CE. A este respecto, procede señalar que, a efectos de determinar si la libre circulación de capitales queda restringida cuando el Estado goza de facultades especiales en una empresa, carece de pertinencia el modo en que se conceden dichas facultades o la forma jurídica que adoptan. El hecho de que un Estado miembro actúe dentro del marco de su Derecho de sociedades interno no significa que sus facultades especiales no puedan constituir una restricción en el sentido del artículo 56 CE. De otro modo, los Estados miembros podrían eludir fácilmente la aplicación del artículo 56 CE haciendo uso de su posición como accionistas preexistentes para conseguir, dentro del marco de su legislación civil, lo que habrían conseguido de otro modo haciendo uso de sus facultades reguladoras. Conclusiones del Abogado General MADURO en el asunto Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2006:524, apartado 19.

⁷³³ Conclusiones del Abogado General MENGOZZI en el asunto Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2009:743, apartado 61.

⁷³⁴ *Las normas del Tratado en materia de libre circulación de personas, servicios y capitales imponen obligaciones a las autoridades nacionales de los Estados miembros, independientemente de si éstas actúan en su calidad de autoridad pública o como entidad de Derecho privado. Los Estados miembros están sujetos a las normas sobre libre circulación, de las que son claros destinatarios, no en atención a su calidad funcional de autoridades públicas, sino en atención a su calidad orgánica de signatarios del Tratado. En la medida en que tales normas no crean obligaciones para los particulares, los Estados miembros, cuando actúan como operadores del mercado, pueden estar sujetos a restricciones que no se aplican a otros operadores del mercado.* Conclusiones del Abogado General MADURO en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, Comisión/Países Bajos, EU:C:2006:234, apartado 22.

una medida que pretende específicamente conferir facultades especiales al Estado o a los entes públicos que posean una participación en tales sociedades, como sucedía en el caso de Italia, no impidió que el Tribunal razonara que no se puede sustraer esta medida al ámbito de aplicación de la libre circulación de capitales⁷³⁵. Incluso si, como sucedió en el caso de la Ley Volkswagen, ésta se limitaba a reproducir un acuerdo que según Alemania debía calificarse como un contrato de Derecho privado, el Tribunal consideró que el hecho de que dicho acuerdo hubiera sido objeto de una ley basta para considerarlo una medida nacional a efectos de la libre circulación de capitales. En particular recordó que el ejercicio de la competencia legislativa por las autoridades nacionales debidamente habilitadas para ello constituye la manifestación por excelencia de la potestad del Estado⁷³⁶.

En contramos el mismo razonamiento si las acciones especiales se incluyeron en una cláusula estatutaria. Si los estatutos sociales están sujetos a aprobación administrativa, como sucedía en el caso de la acción especial de los aeropuertos británicos, el Tribunal consideró que el Estado miembro actuó en su condición de autoridad pública⁷³⁷. Cuando la introducción de las acciones especiales en los estatutos, como sucedía en el caso de KPN y de TPG, era consecuencia de decisiones adoptadas por el Estado neerlandés con motivo de la privatización de ambas sociedades para asegurarse el mantenimiento de ciertos derechos estatutarios especiales, el Tribunal señaló igualmente que dichas acciones debían calificarse como medidas estatales incluidas en el ámbito de aplicación de la libre circulación de capitales⁷³⁸.

En segundo lugar, el Abogado General MADURO advierte que la cuestión de si un organismo público se encuentra en la misma posición y actúa del mismo modo que un accionista privado resulta pertinente para la delimitación del ámbito de aplicación material de la libre circulación de capitales⁷³⁹. La clave es la “la aplicación normal del

⁷³⁵ Sentencia Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752, apartado 32.

⁷³⁶ Sentencia Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartados 26 y 27.

⁷³⁷ Sentencia Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273, apartado 48.

⁷³⁸ Sentencia Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 22.

⁷³⁹ *No obstante, la cuestión de si un organismo público se encuentra en la misma posición y actúa del mismo modo que un accionista privado resulta pertinente para la delimitación del ámbito de aplicación material del artículo 56 CE. Se trata de un factor que influye en la determinación de qué derechos,*

Derecho de sociedades”, es decir, si se coloca al Estado en una posición privilegiada respecto a los otros accionistas. Desde el punto de vista de los efectos, si se otorgan facultades especiales sólo para el Estado y los organismos públicos, nos encontramos ante una restricción del Mercado Interior⁷⁴⁰.

Por ello, en el caso de la Ley Volkswagen, el Tribunal valoró que se trataba de un derecho específico que constituye una excepción al Derecho común de sociedades y que ha sido establecido por una medida legislativa nacional en beneficio únicamente de los actores públicos⁷⁴¹.

Con independencia de que el accionista público disponga por sí solo de la mayoría necesaria para lograr que se incluya en los estatutos de la sociedad su derecho al nombramiento directo de administradores o de que sólo pueda conseguir tal inclusión con la ayuda de otros accionistas, el Tribunal declaró que era únicamente la normativa controvertida en el caso italiano, que constituye una excepción al Derecho común de sociedades, la que permite reconocer al accionista público, a diferencia de los accionistas privados, el derecho a participar en la actividad del consejo de administración con mayor peso del que le conferiría normalmente su condición de accionista⁷⁴². Aunque tal derecho de nombramiento, una vez incluido en los estatutos,

cuando son titularidad de un organismo público como accionista de una sociedad, pueden disuadir las inversiones de otros Estados miembros. Conclusiones del Abogado General MADURO en el asunto Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2006:524, apartado 23.

⁷⁴⁰ *En consecuencia, las normas de Derecho nacional, de las que sólo el Estado y los organismos públicos pueden obtener facultades especiales, equivalen por definición a una restricción de la libre circulación de capitales a efectos del artículo 56 CE. Ello sucede no sólo para las medidas legislativas que confieren facultades especiales directamente al Estado, sino también para las normas nacionales que, en el beneficio particular del Estado, permiten que tales facultades se introduzcan en los estatutos de la sociedad. La aplicación de normas nacionales de este tipo constituye una desviación de «la aplicación normal del Derecho de sociedades», ya que coloca al Estado en una posición privilegiada frente a otros accionistas. En tales circunstancias, carece de pertinencia el argumento de que los accionistas privados podrían, en teoría, obtener privilegios comparables con arreglo a las normas generales del Derecho de sociedades. Conclusiones del Abogado General MADURO en el asunto Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2006:524, apartado 30.*

⁷⁴¹ Sentencia Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 61.

⁷⁴² Sentencia Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752, apartado 34.

no es inmutable, ya que, en principio, puede ser modificado en una revisión posterior de éstos, gozaba, no obstante, de una protección relativamente elevada. En efecto, el accionista público puede beneficiarse de la garantía de continuidad que se otorga a los estatutos de las sociedades anónimas, pues su modificación exige por lo general una mayoría cualificada de los accionistas. Por lo tanto, aun cuando el accionista público ya no disponga posteriormente, por sí solo o con la ayuda de otros accionistas, de la mayoría necesaria para que se le reconozca el derecho de nombramiento directo de los administradores, en particular si ha reducido entre tanto su participación en el capital social, podrá sin embargo seguir disfrutando de este derecho⁷⁴³.

Igualmente, en el caso de la acción de oro de Portugal, el Tribunal advirtió que la creación de las acciones privilegiadas no se derivaba de una aplicación normal del Derecho de sociedades, ya que estaban destinadas, con carácter de excepción al código portugués de sociedades mercantiles, a permanecer bajo la titularidad del Estado, razón por la que no son transmisibles⁷⁴⁴.

En el caso de EDP, el Tribunal señaló que el derecho de nombrar a un administrador constituye una restricción a la libre circulación de capitales en la medida en que semejante derecho específico es una excepción al Derecho común de sociedades y ha sido establecido por una medida legislativa nacional únicamente en beneficio de los actores públicos. Si bien es cierto que esta facultad puede ser atribuida por la ley como derecho de una minoría cualificada, es preciso indicar que, en tal caso, debe ser accesible a todos los accionistas y no reservarse exclusivamente al Estado⁷⁴⁵.

Por último, en el caso de GALP, el Tribunal señaló que la creación del derecho del Estado de nombrar al Presidente del Consejo de Administración no resulta de una aplicación normal del Derecho de Sociedades. Se trataba, por tanto, de un derecho específico, que constituye una excepción al Derecho común de sociedades y que ha sido establecido por una medida legislativa nacional en beneficio únicamente de los actores

⁷⁴³ Sentencia Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752, apartado 35.

⁷⁴⁴ Sentencia Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 55.

⁷⁴⁵ Sentencia Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 62.

públicos⁷⁴⁶.

En efecto, el mero hecho de que un organismo público sea titular de acciones en una sociedad no reduce el atractivo de inversiones transfronterizas en dicha sociedad mientras los inversores de otros Estados miembros tengan garantizado que el organismo público de que se trata observará, con vistas a maximizar la rentabilidad de su inversión, las normas ordinarias de funcionamiento del mercado. Existe una obligación de coherencia que se impone al Estado una vez que decide abrir un determinado sector al mercado. Cuando un organismo público es titular de acciones que le conceden una posición privilegiada respecto de otros accionistas por lo que se refiere a sus facultades de control en la sociedad de que se trata, existe un riesgo real de que tales facultades se utilicen para conceder un acceso selectivo y potencialmente discriminatorio al mercado nacional.

Las libertades fundamentales exigen que la independencia económica de la sociedad sea protegida, por lo que cualquier desviación de la aplicación normal del Derecho de Sociedades supone una restricción al Mercado Interior. Por lo tanto, cuando el Estado privatiza una sociedad, las normas sobre la libre circulación de capitales exigen que la independencia económica de la sociedad sea protegida, a menos que exista una necesidad de proteger los intereses públicos fundamentales reconocidos por el Derecho comunitario. De este modo, todo control estatal de una sociedad privatizada, que exceda de los mecanismos habituales del mercado, debe estar vinculado a la realización de las actividades de interés económico general relacionadas con dicha sociedad⁷⁴⁷.

⁷⁴⁶ Sentencia Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 53.

⁷⁴⁷ 24. *Al igual que sucede con otras libertades, la finalidad del principio de la libre circulación de capitales es promover la apertura de los mercados nacionales concediendo a los inversores y empresas que buscan capital la posibilidad de beneficiarse plenamente del mercado interior de la Comunidad. Para conseguir este objetivo, los Estados miembros deben tener en cuenta los efectos de sus acciones frente a los inversores establecidos en otros Estados miembros que deseen ejercer su derecho a la libre circulación de capitales. En este contexto, el artículo 56 CE prohíbe no sólo la discriminación por razón de la nacionalidad, sino también la discriminación que, respecto del ejercicio de una actividad transnacional, impone costes adicionales u obstaculiza el acceso al mercado nacional para los inversores establecidos en otros Estados miembros, ya sea porque tiene el efecto de proteger la posición de*

En suma, como razona el profesor MADURO, los casos sometidos al Tribunal

determinados operadores económicos ya establecidos en el mercado, ya porque hace el comercio intracomunitario más difícil que el comercio interior. Toda política nacional que dé lugar a tratar las situaciones transnacionales de manera menos favorable que las situaciones exclusivamente nacionales constituye una restricción a la libre circulación. Con esta salvedad, los Estados miembros tienen libertad para regular la actividad económica en su territorio y para participar en el mercado nacional.

25. *El mero hecho de que un organismo público sea titular de acciones en una sociedad no reduce el atractivo de inversiones transfronterizas en dicha sociedad mientras los inversores de otros Estados miembros tengan garantizado que el organismo público de que se trata observará, con vistas a maximizar la rentabilidad de su inversión, las normas ordinarias de funcionamiento del mercado. Sin embargo, dado que los organismos públicos están sujetos a mecanismos locales o nacionales de responsabilidad política, tienden por naturaleza a acomodar su comportamiento a la luz de los intereses de aquellos que están representados dentro del marco de tales mecanismos. Por consiguiente, cuando un organismo público es titular de acciones que le conceden una posición privilegiada respecto de otros accionistas por lo que se refiere a sus facultades de control en la sociedad de que se trata, existe un riesgo real de que tales facultades se utilicen para conceder un acceso selectivo y potencialmente discriminatorio al mercado nacional. Ello explica, en mi opinión, la jurisprudencia sobre las acciones de oro y los límites impuestos al Estado cuando actúa como participante en el mercado.*

26. *A mi juicio, esta jurisprudencia impone a los Estados miembros una exigencia de congruencia. El Tratado faculta a los Estados miembros para conservar la titularidad pública de determinadas sociedades. Sin embargo, una vez que un Estado miembro decide abrir un sector particular del mercado, debe actuar de un modo coherente con dicha decisión y respetar plenamente los principios de apertura y no discriminación consagrados en las normas que regulan el mercado interior de la Comunidad. En otras palabras, los Estados no tienen derecho a limitar de manera selectiva el acceso de operadores a dicho sector del mercado. En el caso de privatización de sociedades anteriormente públicas, este requisito es especialmente importante. Si el Estado tuviera derecho a mantener formas especiales de control del mercado sobre las sociedades privatizadas, podría frustrar fácilmente la aplicación de las normas en materia de libre circulación mediante la concesión de un acceso exclusivamente selectivo y potencialmente discriminatorio a partes sustanciales del mercado nacional. Tales formas de control pueden, en consecuencia, disuadir las inversiones de otros Estados miembros.*

27. *Por lo tanto, cuando el Estado privatiza una sociedad, las normas sobre la libre circulación de capitales exigen que la independencia económica de la sociedad sea protegida, a menos que exista una necesidad de proteger los intereses públicos fundamentales reconocidos por el Derecho comunitario. De este modo, todo control estatal de una sociedad privatizada, que exceda de los mecanismos habituales del mercado, debe estar vinculado a la realización de las actividades de interés económico general relacionadas con dicha sociedad.*

Conclusiones del Abogado General MADURO en el asunto Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2006:524, apartados 24 a 27.

de Justicia presentaban un calado político de primera magnitud, que no sólo se refiere al aspecto institucional-federal al que hemos hablado, sino a las relaciones del mercado con el poder público. Los cambios acaecidos en la realidad política y económica han hecho que el rol tradicional del Estado haya sido objeto de una profunda revisión. En esta tesitura es cada vez más difícil distinguir entre las participaciones públicas y privadas en el mercado y entre la búsqueda de metas públicas tradicionales y la búsqueda de intereses privados cuya protección el Estado considere de interés público. También difumina la distinción tradicional entre el mercado y el Estado como modos alternativos de toma de decisiones sujetas a diferentes mecanismos de responsabilidad⁷⁴⁸.

Según el profesor MADURO el control y responsabilidad en uno y otro ámbito, el sistema de checks and balances, es diferente. De esta manera, razona que *el poder que ejerce el Estado en la esfera política está sujeto a un control democrático. El mercado, por el contrario, ofrece una forma diferente de rendición de cuentas dominado por la competencia que está, en sí, protegida por el Derecho de la Competencia. Cuando el ejercicio del poder del Estado toma una forma pública y se produce fuera del mercado, está sujeta a los mecanismos clásicos de la responsabilidad política y democrática. Tales ejercicios públicos de poder también se supone que se llevarán a cabo bajo una lógica de toma de decisiones que se diferencia de la de los actores en un mercado (aunque ambos pueden, a veces, perseguir los mismos*

⁷⁴⁸ Según este autor, *el replanteamiento del rol tradicional del Estado en el mercado ha traído consigo una variedad de nuevas formas de ejercicio del poder público y una mayor difuminación de la distinción público/privado en el mercado. Ahora es común, por ejemplo, que el Estado intervenga en el mercado no a través de los mecanismos tradicionales de regulación o de la propiedad pública, sino en una forma jurídica privada, como un participante más en el mercado. En algunos casos, es el Estado el que otorga a los operadores privados el escudo de una forma jurídica pública. También hay casos en que el Estado impone a las entidades privadas la búsqueda de acciones que el mismo no está legalmente autorizado a emprender. En todos estos casos, se hace cada vez más difícil distinguir entre las participaciones públicas y privadas en el mercado y entre la búsqueda de metas públicas tradicionales y la búsqueda de intereses privados cuya protección el Estado considere de interés público. Esta dificultad no se limita a representar un desafío conceptual para el derecho. También difumina la distinción tradicional entre el mercado y el Estado como modos alternativos de toma de decisiones sujetas a diferentes mecanismos de responsabilidad.* MADURO, Miguel Poiars, *The Chameleon State: EU Law and the Blurring of the Private/Public Distinction in the Market*. 2010. Pág.1.

objetivos). En cambio, el uso de una forma jurídica privada y la sustitución de la intervención estatal en el mercado mediante la participación del Estado en ese mercado a menudo implica la exclusión en estas formas de la actividad estatal de los mecanismos tradicionales de la responsabilidad política. Por eso es fundamental, tanto en términos de la adecuada supervisión del Estado y del control de cualquier forma de poder, que tal actividad pueda ser sometida a los mecanismos de rendición de cuentas y control del poder inherentes al mercado. Por último, un requisito de coherencia es importante también a los efectos de garantizar la transparencia necesaria para el funcionamiento de los mecanismos políticos de rendición de cuentas existentes en el proceso político del Estado. Esto obliga al Estado a realizar la lógica de su toma de decisiones corresponden a lo que él mismo proclama⁷⁴⁹.

En definitiva, el problema es fijar los límites y controles impuestos a las formas de la acción del Estado una vez que el Estado decide la búsqueda de una cierta función a través de mecanismos de mercado tradicionales⁷⁵⁰. Sobre esta cuestión, siguiendo al profesor MADURO, debemos afirmar que la intervención del Estado ya no puede estar determinada por el propósito de asegurar un control económico sobre la sociedad de una manera contraria a la operación normal del mercado. Sólo puede estar vinculada a la búsqueda de un posible interés económico general asociado con esa empresa⁷⁵¹. De ahí que, con referencia a la acción de oro de EDP, el Tribunal señalara que las disposiciones nacionales controvertidas reducían el interés en adquirir una participación en el capital social de EDP, en la medida en que crean instrumentos que pueden limitar la posibilidad de los inversores de participar en dicho capital para crear o mantener vínculos económicos duraderos y directos con ésta, que permitan participar de forma efectiva en la gestión o en el control de tal sociedad⁷⁵².

⁷⁴⁹ MADURO, Miguel Poiaras. *The Chameleon State: EU Law and the Blurring of the Private/Public Distinction in the Market*. 2010. Pág.10-11.

⁷⁵⁰ MADURO, Miguel Poiaras. *The Chameleon State: EU Law and the Blurring of the Private/Public Distinction in the Market*. 2010. Pág.8.

⁷⁵¹ MADURO, Miguel Poiaras. *The Chameleon State: EU Law and the Blurring of the Private/Public Distinction in the Market*. 2010. Pág.9.

⁷⁵² Sentencia Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 70.

3.5.3.- La jurisprudencia Keck y el acceso al mercado.

El segundo grupo de justificaciones que se analizaron en las Sentencias de la acción de oro se refiere a la aplicación de jurisprudencia Keck⁷⁵³ en este ámbito. En los casos de la acción de oro española⁷⁵⁴ y británica⁷⁵⁵, el Reino Unido alegó que las medidas enjuiciadas no impedían el acceso al mercado, por lo que no podían considerarse restricciones a las libertades de circulación⁷⁵⁶. De igual modo, el Gobierno de Portugal razonó que, en sus casos, se trataba de modalidades no discriminatorias de gestión de las participaciones en la sociedad y no de modalidades de adquisición de dichas participaciones, por lo que era imposible cualquier vulneración de la libre circulación de capitales o de la libertad de establecimiento⁷⁵⁷.

El Tribunal rechazó la aplicabilidad a estos casos de la doctrina sobre las modalidades de venta contenida en la Sentencia Keck. Así, señaló que las medidas de que se trata no producen efectos análogos a los de las normativas que la sentencia Keck y Mithouard, antes citada, excluye del ámbito de aplicación del artículo 34 del Tratado⁷⁵⁸.

⁷⁵³ Sentencia Keck y Mithouard, C-267/91 y C-268/91, EU:C:1993:905.

⁷⁵⁴ Sentencia Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272.

⁷⁵⁵ Sentencia Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273.

⁷⁵⁶ En particular, el Reino Unido señaló que la Comisión cometía el error de defender que toda medida que obstaculice o haga menos atractivo el ejercicio de libertades fundamentales debe justificarse conforme a las exigencias del principio de proporcionalidad, cuando éstas sólo se aplican a las medidas que restringen el acceso al mercado. El Gobierno del Reino Unido afirmó que, en el contexto de la libre circulación de mercancías, la Sentencia Keck y Mithouard atajó una aplicación demasiado extensiva de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia. De igual manera, el Gobierno británico sostuvo que la tesis defendida por la Comisión tendría la consecuencia de que todas las dificultades que dieron lugar a dicha sentencia se reproducirían del mismo modo en el contexto de la libertad de establecimiento y de la libre circulación de capitales. Sentencia Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273, apartado 28.

⁷⁵⁷ Sentencia Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 43; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 32; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 37.

⁷⁵⁸ Sentencia Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 59; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273, apartado 45; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 65; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 66; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 63.

En particular, el Tribunal de Justicia recordó que según dicha sentencia, no puede obstaculizar el comercio entre los Estados miembros la aplicación a productos procedentes de otros Estados miembros de disposiciones nacionales que limiten o prohíban, en el territorio del Estado miembro de importación, ciertas modalidades de venta, siempre que, en primer lugar, se apliquen a todos los operadores afectados que ejerzan su actividad en el territorio nacional y, en segundo lugar, afecten del mismo modo, de hecho y de derecho, a la comercialización de los productos nacionales y de los procedentes de otros Estados miembros. El motivo es que tal aplicación no puede impedir el acceso de estos últimos al mercado del Estado miembro de importación ni dificultarlo más que el de los productos nacionales⁷⁵⁹. Ahora bien, en los casos enjuiciados, si bien es cierto que las restricciones controvertidas referentes a las operaciones de inversión son indistintamente aplicables tanto a los residentes como a los no residentes, es necesario señalar que afectan a la situación del adquirente de una participación como tal, de modo que pueden disuadir a los inversores de otros Estados miembros a efectuar tales inversiones y, en consecuencia, condicionar el acceso al mercado⁷⁶⁰.

3.5.4.- Motivos económicos.

En tercer lugar, se alegó ante el Tribunal la existencia de de motivos económicos como objetivos de política económica o de estructura del mercado. Como ha puntualizado el Abogado General JÄÄSKINEN en los casos de la acción de oro la sospecha de motivos proteccionistas en el ejercicio de la facultad de apreciación reservada a las autoridades de los Estados miembros es un motivo determinante e

⁷⁵⁹ Sentencias de 10 de mayo de 1995 (Alpine Investments, C-384/93, Rec. p. I-1141), apartado 37; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 60; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273, apartado 46; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 66; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 67; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 64.

⁷⁶⁰ Sentencias Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 61; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273 apartado 47; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 67; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 68; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 65.

ímplicito⁷⁶¹. Esto era un ataque contra los fundamentos del Mercado Interior, por cuanto, como recuerdan ARIÑO Y LÓPEZ DE CASTRO, estaba en juego una parte esencial del mercado único europeo⁷⁶².

Por ello, el Tribunal ha declarado de manera reiterada que motivos de naturaleza económica no pueden en ningún caso servir de justificación a obstáculos prohibidos por el Tratado. Este razonamiento se aplica igualmente a los objetivos de política económica, así como a los objetivos evocados por los Gobiernos en alguno de los procedimientos, a saber, la elección de un socio estratégico, el reforzamiento de la estructura competitiva del mercado de que se trate, así como la modernización y el reforzamiento de la eficacia de los medios de producción. Dichos intereses no pueden constituir una justificación válida de restricciones a la libertad fundamental de que se trate⁷⁶³.

De la misma manera, el interés en reforzar la estructura competitiva del mercado de que se trate en general no puede constituir una justificación válida de restricciones a la libre circulación de capitales⁷⁶⁴. Por lo que respecta a la necesidad de evitar una posible perturbación del mercado de capitales, el Tribunal ha precisado que dicho objetivo se deriva de uno de los motivos de naturaleza económica que, según reiterada

⁷⁶¹ Conclusiones del Abogado General JÄÄSKINEN en el asunto Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:242, apartado 94.

⁷⁶² *El mercado de empresas, junto con el mercado de capitales, de mercancías y de servicios es una parte esencial del mercado único europeo. No sólo los productos y servicios, sino la misma entidad que los produce están en el mercado, sometidas a las ofertas de compra y venta que puedan formularse sobre ellas. Las empresas mismas constituyen así el objeto de las libertades fundamentales declaradas en el Tratado: la libre circulación de capitales y el derecho de establecimiento en los países de la Unión (artículos 56 y 43). Ambas libertades se ejercen y manifiestan, de ordinario, creando empresas ex nova o comprando algunas de las existentes.* ARIÑO ORTIZ, Gaspar y LÓPEZ DE CASTO GARCÍA-MORATO, Lucía. *La competencia en sectores regulados. Regulación empresarial y mercado de empresas*. 2ª Edición, ampliada. Granada: Comares, 2003. Pág. 491.

⁷⁶³ Sentencias de 9 de diciembre de 1997, Comisión/Francia (C-265/95, Rec. p. I-6959, apartado 62); de 5 de junio de 1997, SETTG (C-398/95, Rec. p. I-3091), apartado 23; Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326, apartado 52.

⁷⁶⁴ Sentencias Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350, apartado 26; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 44; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 70.

jurisprudencia, no puede servir de justificación a una restricción a la libre circulación de capitales⁷⁶⁵.

Ahora bien, en la Sentencia Essent y otros, la Gran Sala del Tribunal de Justicia ha matizado estas consideraciones. En efecto, el Tribunal de Justicia ha admitido igualmente que una normativa nacional puede constituir un obstáculo justificado a una libertad fundamental cuando viene impuesta por motivos de carácter económico que persiguen un objetivo de interés general⁷⁶⁶.

Por lo que se refería a la prohibición de privatización, incluida en el ámbito de aplicación del artículo 345 TFUE, si bien se ha declarado que esta disposición no puede justificar un obstáculo a las normas relativas a la libre circulación de capitales, ello no significa que el interés que subyace a la opción del legislador entre régimen de propiedad pública o privada del gestor de red de distribución de electricidad o de gas no puede tomarse en consideración como razón imperiosa de interés general⁷⁶⁷.

Al hilo de esta consideración el Tribunal señaló que la competencia leal en dichos mercados es también un objetivo perseguido por el TFUE, cuyo preámbulo señala la necesidad de una acción concertada para garantizar, en particular, una competencia leal y, ello con el fin de proteger, en definitiva, a los consumidores. Según jurisprudencia reiterada del Tribunal de Justicia, la protección de los consumidores constituye una razón imperiosa de interés general⁷⁶⁸. A continuación, señaló que la finalidad de garantizar inversiones suficientes en las redes de distribución de electricidad y gas tiene por objeto garantizar en particular la seguridad del suministro de energía, objetivo que el Tribunal de Justicia también ha reconocido como razón imperiosa de interés general⁷⁶⁹. Por tanto, para determinar si un motivo económico es válido o no, habrá que examinar el objetivo final de las mismas y, una vez descartado que sea proteccionista, poder concluir que responde a motivos de interés general. En

⁷⁶⁵ Sentencia Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 71.

⁷⁶⁶ Sentencias Comisión/Alemania, C-141/07, EU:C:2008:492, apartado 60; y Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677, apartado 51.

⁷⁶⁷ Sentencia Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677, apartado 53.

⁷⁶⁸ Sentencia Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677, apartado 58.

⁷⁶⁹ Sentencia Essent y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677, apartado 59.

estas condiciones podemos entender que en el asunto Volkswagen el Tribunal no admitiera las alegaciones de Alemania en lo relativo a la protección de los trabajadores⁷⁷⁰, los accionistas minoritarios⁷⁷¹ o la importancia de la empresa⁷⁷².

3.5.5.- La seguridad pública.

Por último, tenemos la excepción de seguridad pública contemplada no sólo en la libre circulación de capitales⁷⁷³, sino también en el derecho de establecimiento⁷⁷⁴. De la misma manera se menciona en sede de libre circulación de mercancías⁷⁷⁵, de

⁷⁷⁰ *Por lo que se refiere a la protección de los intereses de los trabajadores, invocada por la República Federal de Alemania para justificar las disposiciones controvertidas de la Ley Volkswagen, procede constatar que este Estado miembro, aparte de realizar consideraciones generales sobre la necesidad de protección frente a un gran accionista que dominara la sociedad, no ha podido explicar el motivo por el que mantener en el capital de Volkswagen una posición reforzada e inamovible a favor de actores públicos es apropiado y necesario para alcanzar el objetivo de proteger a los trabajadores de esta sociedad.* Sentencia Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 74.

⁷⁷¹ *Lo mismo cabe decir respecto a la justificación que la República Federal de Alemania basa en la supuesta protección de los accionistas minoritarios. Si bien la voluntad de proteger a éstos también puede constituir un interés legítimo y justificar, respetando los principios recordados en los apartados 72 y 73 de la presente sentencia, una intervención legislativa aunque ésta pueda constituir, por otra parte, una restricción a la libre circulación de capitales, es preciso señalar que, en el presente asunto, tal voluntad no puede justificar las disposiciones controvertidas de la Ley Volkswagen.* Sentencia Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 77.

⁷⁷² *Por último, en la medida en que la República Federal de Alemania alega que la actividad de una empresa tan importante como Volkswagen puede tener tal incidencia en el interés general que justifique la existencia de garantías legales mayores que los controles previstos por el Derecho común de sociedades, es preciso constatar que, suponiendo que esta tesis estuviera fundada, dicho Estado miembro, aparte de exponer consideraciones generales sobre el riesgo de que los accionistas hagan prevalecer sus intereses personales sobre los de los trabajadores, no ha podido explicar las razones por las que las disposiciones de la Ley Volkswagen impugnadas por la Comisión son apropiadas y necesarias para preservar los empleos que genera la actividad de Volkswagen.* Sentencia Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 80.

⁷⁷³ Artículo 65, apartado 1, letra b) TFUE.

⁷⁷⁴ Artículo 52, apartado 1 TFUE.

⁷⁷⁵ Artículo 36 TFUE.

trabajadores⁷⁷⁶ y servicios⁷⁷⁷. El alcance y virtualidad de esta excepción constituyen una cuestión esencial a los efectos de nuestro estudio. En una primera aproximación, ello obedece a que el único régimen de acción de oro aceptado por el Tribunal de Justicia lo ha sido sobre esta base⁷⁷⁸. Con un análisis más detallado, podremos apreciar en su plenitud los matices que desde el punto de vista de la división de poderes dentro de la Unión hemos anticipado con ocasión del examen de las anteriores causas de justificación⁷⁷⁹.

A este respecto, ya en el asunto *Église de Scientologie*, el Tribunal advirtió que, en primer lugar, si bien, esencialmente, los Estados miembros gozan de libertad para definir las exigencias del orden público y de la seguridad pública de conformidad con sus necesidades nacionales, no obstante, en el contexto comunitario y, en particular, como excepción al principio fundamental de libre circulación de capitales, dichas razones deben interpretarse en sentido estricto, de manera que cada Estado miembro no pueda determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las Instituciones. Por tanto, el orden público y la seguridad pública sólo pueden invocarse en caso de que exista una amenaza real y suficientemente grave que afecte a un interés fundamental de la sociedad. Por otra parte, no se puede alterar la función propia de dichas razones para

⁷⁷⁶ Artículo 45, apartado 3 TFUE.

⁷⁷⁷ Artículo 62 TFUE en relación con el artículo 52, apartado 1 TFUE,

⁷⁷⁸ Sentencia Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328.

⁷⁷⁹ La importancia de esta cuestión es subrayada por BENYON cuando precisa que *los artículos del Tratado en cuestión, en grados ligeramente diferentes, prevén medidas de protección de orden público, seguridad pública o razones de salud pública, o en relación con el capital, por razones fiscales o de supervisión prudencial. Además, el Tribunal ha incluido en estos dos artículos las justificaciones que permitió en la libre circulación de mercancías, sin especificar por supuesto el límite exacto de las "razones imperiosas de interés general", pero requiriendo siempre que las restricciones sean a la vez "necesarias" y "proporcionadas" para la consecución de las finalidades de que se trate. Es en esta sede donde varios Estados miembros han alegado que ciertos sectores o industrias, en particular las industrias de redes, deben seguir siendo objeto de restricciones, como por ejemplo en materia de propiedad. A veces se ha hecho referencia a la necesidad de preservar los servicios de interés económico general, y para ello el examen del artículo 16 del Tratado CE, introducido en Maastricht, actualmente artículo 14 TFUE, será útil. En otras ocasiones los obstáculos parecen representar simplemente la protección de los "campeones nacionales".* BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 4

servir, en realidad, a fines puramente económicos. Además, toda persona afectada por una medida restrictiva basada en dicha excepción debe disponer de un recurso judicial⁷⁸⁰.

Como puntualizan PADRÓS Y COCCILOLO *es apenas sorprendente que la seguridad pública se haya convertido en el factor crítico que subyace en la relación entre, por una parte, el libre mercado, como se defiende por las instituciones europeas y, por otra parte, los poderes del Estado en sectores estratégicos*⁷⁸¹. Así señalan que, *en términos generales, los sectores estratégicos implican infraestructuras y servicios públicos de gran importancia, individual o colectiva. Todos estos sectores proveen para necesidades individuales vitales, formalmente reconocidas como tales, o necesidades colectivas vitales que se deben cumplir a través del establecimiento de empresas comerciales*⁷⁸².

Con carácter previo debe insistirse en que, en esta sede, el Tribunal de Justicia ha seguido su tendencia de aplicar de manera homogénea el test de justificación para todas las libertades fundamentales. El artículo 65, apartado 1, letra b) TFUE señala que la libre circulación de capitales se aplicará sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a tomar medidas justificadas por razones de orden público o de seguridad pública. Al aplicar este precepto, el Tribunal ha admitido expresamente que esa referencia al orden público y la seguridad pública legitima que se extrapolen las causas de justificación que, sobre esta base, han sido reconocidas en el ámbito de otras libertades⁷⁸³.

Por consiguiente, el Tribunal de Justicia ha declarado de manera general que la persecución de intereses generales relativos al orden público, la seguridad pública y la salud pública puede justificar, en su caso, determinadas restricciones al ejercicio de las

⁷⁸⁰ Sentencia *Église de Scientologie*, C-54/99, EU:C:2000:124, apartado 17.

⁷⁸¹ PADRÓS, Carlos y COCCILOLO, Endrius. *Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law?* Energy Law Journal, vol. 31, 2010. Pág. 38

⁷⁸² PADRÓS, Carlos y COCCILOLO, Endrius. *Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law?* Energy Law Journal, vol. 31, 2010. Pág. 31-32

⁷⁸³ Sentencias *Comisión/Francia*, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 47; *Comisión/Bélgica*, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 46; *Comisión/España*, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 37.

libertades fundamentales⁷⁸⁴. Con carácter expreso la jurisprudencia ha reconocido que la persecución de intereses generales relativos, en particular, al aprovisionamiento mínimo de recursos energéticos y de bienes esenciales para la colectividad, la continuidad del servicio público, la seguridad de las instalaciones utilizadas en el marco de servicios públicos esenciales, la defensa nacional, la protección del orden público y de la seguridad y las urgencias sanitarias, siempre que se respete el principio de proporcionalidad puede justificar determinadas restricciones al ejercicio de las libertades fundamentales⁷⁸⁵.

De este modo el Tribunal de Justicia ha reconocido, en lo que respecta a entidades que operan en los sectores del petróleo, las telecomunicaciones y la electricidad, que el objetivo de garantizar, en caso de crisis, la seguridad del abastecimiento de tales productos o la prestación de tales servicios en el territorio del Estado miembro en cuestión puede constituir una razón de seguridad pública y, por lo tanto, puede justificar un obstáculo a una libertad fundamental⁷⁸⁶.

Respecto del sector de la energía, PADRÓS Y COCCILO señalan que *tiene una importancia estratégica ya que los productos y servicios energéticos son absolutamente esenciales para que la sociedad funcione*⁷⁸⁷. De hecho, las garantías del suministro de energía constituyen una expresión de la soberanía nacional de los Estados miembros en lo relativo a la elección de sus fuentes de energía y estructuras de suministro⁷⁸⁸. Por ello, el Tribunal ha señalado que no puede negarse que el objetivo de garantizar, en caso de crisis, la seguridad del abastecimiento de energía en el territorio

⁷⁸⁴ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado .

⁷⁸⁵ Sentencia Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 45.

⁷⁸⁶ Sentencias Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 71; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 69; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 65.

⁷⁸⁷ PADRÓS, Carlos y COCCILO, Endrius. *Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law?* Energy Law Journal, vol. 31, 2010. Pág. 31

⁷⁸⁸ *La garantía del suministro de energía, que legitima la intervención del gobierno en el mercado, se ven como una cuestión de soberanía nacional de los Estados miembros de la UE, que son libres de elegir sus fuentes de energía y estructuras de suministro.* PADRÓS, Carlos y COCCILO, Endrius. *Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law?* Energy Law Journal, vol. 31, 2010. Pág. 33

del Estado miembro en cuestión puede constituir una razón de seguridad pública y justificar, eventualmente, un obstáculo a la libre circulación de capitales⁷⁸⁹.

De manera específica, el Tribunal de Justicia ha aludido, entre las razones de seguridad pública que pueden justificar un obstáculo a las libertades de circulación de mercancías, el objetivo que consiste en garantizar, en todo momento, un abastecimiento mínimo de productos petrolíferos⁷⁹⁰. Al margen de la energía, el Tribunal de Justicia ha admitido igualmente el objetivo de garantizar la seguridad de la disponibilidad de la red de telecomunicaciones⁷⁹¹.

En cuanto a los servicios de interés general, el Tribunal ha admitido que la garantía de un servicio de interés general, como el servicio postal universal, puede constituir una razón imperiosa de interés general que podría justificar un obstáculo a la libre circulación de capitales⁷⁹².

No obstante, la virtualidad en la práctica del actual artículo 106, apartado 2 TFUE ha sido bastante limitada. A este respecto, el Tribunal ha admitido que dicha disposición, en relación con el apartado 1 del mismo artículo, pretende conciliar el interés de los Estados miembros en utilizar determinadas empresas, en particular del sector público, como instrumento de política económica o social con el interés de la Comunidad en la observancia de las normas sobre la competencia y en el mantenimiento de la unidad del mercado común⁷⁹³.

En particular, ha razonado que esta disposición puede invocarse para justificar la concesión, por parte de un Estado miembro, a una empresa encargada de la gestión de

⁷⁸⁹ Sentencia Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 38; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 46; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 84.

⁷⁹⁰ Sentencias de 10 de julio de 1984, *Campus Oil* (72/83, Rec. p. 2727), apartados 34 y 35; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 47; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 46; Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350, apartado 26; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 37.

⁷⁹¹ Sentencia Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 72.

⁷⁹² Sentencia Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 38.

⁷⁹³ Sentencia Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 82.

servicios de interés económico general, de derechos especiales o exclusivos contrarios a las normas del Tratado, en la medida en que el cumplimiento de la misión específica a ella confiada no pueda garantizarse sino mediante la concesión de tales derechos y siempre que el desarrollo de los intercambios comerciales no resulte afectado de una forma contraria al interés de la Unión⁷⁹⁴. No obstante, el Tribunal ha exigido que el Estado miembro debe exponer de manera detallada las razones que le inducen a considerar que, en caso de suprimirse las medidas cuestionadas, se pondría en peligro el cumplimiento, en condiciones económicamente aceptables, de las misiones de interés económico general que ha encomendado a una empresa⁷⁹⁵.

Por el contrario, el Tribunal ha considerado que no se justifican por razones imperiosas de interés general ligadas a exigencias estratégicas y a la necesidad de garantizar la continuidad de los servicios públicos las medidas adoptadas en el sector del tabaco y en el de las entidades dedicadas la banca comercial integrada en el sector bancario tradicional y de las que no se alega que efectúen tareas propias de un banco central o de un órgano similar, ya que no constituyen entidades destinadas a prestar servicios públicos⁷⁹⁶.

Al hilo de esta consideración es necesario traer a colación la Sentencia del Tribunal EFTA de 16 de julio de 2012⁷⁹⁷. En ella se enjuiciaba una legislación noruega prohibía la tenencia de más del 20% del capital en las operadoras de bolsas de valores y de los depositarios centrales de valores, así como del 20% del total de los derechos de voto o el 30% de las acciones representadas en la junta general⁷⁹⁸. En ese caso el Tribunal EFTA consideró que, en lo que respecta a las instituciones de infraestructura tales como una bolsa de valores y un depositario central de valores, concurrían razones imperiosas de interés general que justificaban la restricción, en la medida que estas instituciones también tienen ciertas funciones de derecho público, y pueden, en cierta

⁷⁹⁴ Sentencia Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 93; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 91.

⁷⁹⁵ Sentencias Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 82; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 94.

⁷⁹⁶ Sentencias Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 70.

⁷⁹⁷ Case E-9/11, EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway [2012] Rep. 442.

⁷⁹⁸ Case E-9/11, EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway [2012] Rep. 442, apartado 67.

medida estar expuestas a conflictos de intereses⁷⁹⁹. En particular, la demandante y el demandado sostuvieron que los objetivos de las medidas impugnadas eran promover el eficaz funcionamiento y la eficiencia de los mercados financieros mediante la creación de salvaguardias contra los conflictos de intereses y el mal uso encubierto de los poderes de las instituciones de infraestructura, así como que se garantice la independencia, la neutralidad y la integridad de estas importantes instituciones financieras de infraestructura en el mercado⁸⁰⁰.

En particular, el Tribunal EFTA valoró que estos objetivos se reconocen explícitamente en la Directiva MiFID⁸⁰¹, que se basa en el objetivo de "mantener la integridad y la eficiencia general del sistema financiero". Específicamente, en virtud del artículo 38 (3) de la Directiva MiFID, los Estados del EEE están obligados a garantizar una gestión sana y prudente de un mercado regulado en el caso de adquisiciones de participaciones que dan intereses mayoritarios. En consecuencia, en lo que respecta a los mercados regulados, una normativa nacional que tiene por objeto garantizar la evaluación adecuada de dichas adquisiciones o cesiones es necesaria desde el punto de vista del Derecho del EEE y los principios subyacentes son de carácter general⁸⁰².

Como hemos advertido anteriormente, la virtualidad de la seguridad pública como causa de justificación de una restricción plasma la lógica del Tribunal en la división de poderes dentro de la Unión. En primer lugar, refleja la distribución vertical de competencias entre la Unión y los Estados miembros. Así, en cuanto al alcance de la

⁷⁹⁹ Case E-9/11, EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway [2012] Rep. 442, apartado 86.

⁸⁰⁰ Case E-9/11, EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway [2012] Rep. 442, apartado 84.

⁸⁰¹ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo. DO L 145 de 30.4.2004, p. 1/44. Modificada últimamente por la Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados); DO L 331 de 15.12.2010, p. 120/161.

⁸⁰² Case E-9/11, EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway [2012] Rep. 442, apartado 85.

justificación basada en la seguridad y el orden públicos, como recuerdan RODRÍGUEZ Y PADRÓS, *las exigencias de la seguridad pública, como excepción al principio fundamental de libre circulación de capitales, deben interpretarse en sentido estricto, de manera que cada Estado miembro no pueda determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las instituciones europeas*⁸⁰³.

A este respecto, por un lado, el Tribunal ha señalado que, a falta de esta armonización comunitaria, corresponde en principio a los Estados miembros decidir en qué nivel pretenden asegurar la protección de tales intereses legítimos y de qué manera debe alcanzarse este nivel. Ahora bien, sólo pueden hacerlo dentro de los límites trazados por el Tratado y, en concreto, respetando el principio de proporcionalidad, que exige que las medidas adoptadas sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que pretenden lograr y no vayan más allá de lo necesario para alcanzarlo⁸⁰⁴.

Por otro lado, el Tribunal de Justicia ha declarado también que las exigencias impuestas por la seguridad pública deben, en particular por constituir una excepción al principio fundamental de libre circulación de capitales, interpretarse en sentido estricto, de manera que cada Estado miembro no pueda determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las Instituciones de la Unión. Por tanto, la seguridad pública sólo puede invocarse en caso de que exista una amenaza real y suficientemente grave que afecte a un interés fundamental de la sociedad⁸⁰⁵. En particular, el Tribunal ha

⁸⁰³ RODRÍGUEZ MÍGUEZ, José Antonio y PADRÓS I REIG, Carlos. *Las acciones de oro, el Derecho de sociedades y el Mercado interior. Reflexiones a propósito de la STJCE sobre la Ley Volkswagen*. Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia, Nº 8, 2009. Pág. 61.

⁸⁰⁴ Sentencias Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 33; Comisión/Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 73; Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752, apartado 40; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 45; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 42.

⁸⁰⁵ Sentencia Église de scientologie, C-54/99, EU:C:2000:124, apartado 17; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 48; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 47; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 72; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 39; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 47; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 70; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 73; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 85; Comisión/Portugal, C-212/09,

considerado supuesto de amenaza real y suficientemente grave situaciones de crisis, guerra o terrorismo⁸⁰⁶.

En segundo término, la saga de la acción oro tiene incidencia en la división horizontal de poderes entre las distintas instituciones de la Unión. Siguiendo a PADRÓS Y COCCILO, se puede afirmar que la jurisprudencia del Tribunal de Justicia ha armonizado el régimen de los derechos especiales en las antiguas empresas públicas. Por lo tanto, se han revelado como un instrumento sumamente útil de cara a la construcción del Mercado Interior, aunque con las limitaciones propias de la integración negativa⁸⁰⁷.

En este sentido, los propios PADRÓS y COCCILO advierten de los riesgos de adoptar un enfoque basado en la integración negativa sin marco regulatorio europeo basado en la integración positiva⁸⁰⁸. Al interpretar el Derecho originario para establecer límites, el Tribunal de Justicia está acotando el margen de apreciación y las facultades del legislador europeo. A juicio de TORRENT, esta circunstancia altera el equilibrio institucional dentro de la Unión ya que obligaría al Tribunal a adoptar una posición

EU:C:2011:717, apartado 83; y Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 67.

⁸⁰⁶ Sentencia Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 72; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 84; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 82.

⁸⁰⁷ *Los recursos de incumplimiento han llevado a unas decisiones del TJCE que han armonizado sustancialmente, a falta de una directiva específica, los derechos especiales de los EEMM en sus antiguas empresas públicas. Puede, por lo tanto, afirmarse cierto valor de las sentencias de cara a la construcción del mercado interior, su papel demolidor de los privilegios públicos, su funcionalidad en los procesos de privatizaciones y su capacidad de guiar la reestructuración de los sectores empresariales públicos de los países que en 2004 y 2007 se han incorporado a la UE. No obstante, la comentada jurisprudencia se asoma ante un escenario complejo pero no aprovecha o interpreta las nuevas tendencias del derecho económico e incluso, se queda en una posición bastante conservadora, desde la que separa las esferas de lo público y de lo privado.* PADRÓS, Carlos y COCCILO, Endrius. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07.* Revista española de derecho europeo. Nº. 33, 2010. Pág. 141.

⁸⁰⁸ PADRÓS, Carlos y COCCILO, Endrius. *Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law?* Energy Law Journal, vol. 31, 2010. Pág. 31.

política⁸⁰⁹. Como observan con acierto RODRÍGUEZ Y PADRÓS este fenómeno obedece a una estrategia deliberada de la Comisión ante las dificultades políticas que se encontraba en la producción del derecho derivado⁸¹⁰. Por ello, TORRENT aun entendiendo este cambio, no puede evitar criticarlo severamente ya que, a su modo de ver, la regulación europea en la materia exige por su complejidad un trabajo legislativo muy intenso⁸¹¹.

⁸⁰⁹ *En el pasado, el Tribunal ha sabido rechazar la tentación de ocupar el lugar del legislador y ha dejado a éste (legislador nacional o comunitario) arbitrar, en el marco de las disposiciones del Tratado, las mejores soluciones a problemas políticos complejos. En mi opinión, no ha sabido rechazar esta tentación en los asuntos «golden share» y conexos, y se ha dejado utilizar por la Comisión para llevar adelante la estrategia de recambio que ésta promovió al ver que fracasaba su estrategia inicial de integración positiva a través del derecho secundario. Al dejarse utilizar en este sentido, el Tribunal ha tomado partido por la integración negativa en vez de por la integración positiva; la opción política por uno de los dos enfoques es legítima, pero no le corresponde al Tribunal efectuarla.* TORRENT, Ramón. *Derecho comunitario e Inversiones extranjeras directas: Libre circulación de capitales vs. Regulación no discriminatoria del establecimiento. De la golden share a los nuevos open skies.* Revista española de derecho europeo, Nº. 22, 2007. Pág. 311.

⁸¹⁰ *En este sentido, el Tribunal suplantaría al legislador comunitario armonizando los derechos societarios nacionales a través de una interpretación expansiva de la libre circulación de capitales. Pero no debemos olvidar que el Tribunal no actúa motu proprio, sino a instancia de la Comisión, que puede ver en los recursos de incumplimiento un mecanismo armonizador más efectivo que lograr un eventual y poco probable consenso en el Consejo y en los Estados miembros, más pendientes de sus intereses nacionales que de la creación de un verdadero mercado interior, así como el hecho de que las sucesivas ampliaciones a nuevos Estados pone en evidencia su diferente grado de desarrollo y su vulnerabilidad frente a las grandes empresas públicas de los Estados que ya formaban parte de la Unión Europea.* RODRÍGUEZ MÍGUEZ, José Antonio y PADRÓS I REIG, Carlos. *Las acciones de oro, el Derecho de sociedades y el Mercado interior. Reflexiones a propósito de la STJCE sobre la Ley Volkswagen.* Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia, Nº 8, 2009. Pág. 74.

⁸¹¹ *En materia de servicios públicos (producción y distribución de energía en particular) la Comisión dio prioridad durante mucho tiempo a la producción de derecho secundario y al enfoque de la integración positiva (construcción de un espacio uniformemente regulado). Esta línea de actuación no fue coronada por el éxito. Se entiende por ello que la Comisión haya, más o menos conscientemente, cambiado de estrategia y se haya orientado a forzar la interpretación del derecho primario y a promover el enfoque de la integración negativa (la eliminación de todo tipo de restricciones, ya no directas sino indirectas, al ejercicio de las cinco libertades). Pero entender el cambio de estrategia no significa ni mucho menos justificarlo o considerarlo acertado. Hay cuestiones que no pueden tratarse adecuadamente por la vía de la interpretación y aplicación extensiva de las prohibiciones impuestas por el Tratado. Para resumirlo en*

En este doble escenario el Tribunal de Justicia ocupa una posición delicada que pone de manifiesto la importancia de su papel en el proceso de integración europea⁸¹². En este sentido PADRÓS Y COCCIOLO son especialmente críticos en diversos trabajos con la postura adoptada por el Tribunal al interpretar la noción de seguridad pública. A su juicio, de manera indebida el Tribunal habría “comunitarizado” la noción de seguridad pública en detrimento del ámbito propio de la soberanía de los Estados miembros^{813, 814}. Desde nuestro punto de vista, esta crítica no resulta admisible, ya que

una frase de fácil comprensión: por importante que sea el sector agroalimentario en Francia o Alemania, el Cassis de Dijon o la cerveza sin aditivos no son Electricité de France o Volkswagen. El marco regulador de estas dos empresas, con toda la carga histórica, política y económica que encierran, y, en general, el de los servicios públicos, sólo puede ser resultado de una legislación cuidadosamente elaborada y sopesada con prudencia, que hasta ahora ha quedado, por lo esencial, en manos del derecho nacional. Si el derecho comunitario quiere ocupar este terreno, debe hacerlo con el mismo cuidado y prudencia, mediante un derecho secundario intensamente trabajado. Pretender desplazar el derecho nacional a golpe de interpretaciones forzadas del derecho primario en sentencias del Tribunal es muy peligroso y puede llegar a poner en cuestión la propia legitimidad y credibilidad del derecho comunitario. TORRENT, Ramón. *Derecho comunitario e Inversiones extranjeras directas: Libre circulación de capitales vs. Regulación no discriminatoria del establecimiento. De la golden share a los nuevos open skies*. Revista española de derecho europeo, Nº. 22, 2007. Pág. 310-311.

⁸¹² *El Tribunal de Justicia de la Unión Europea es una institución poderosa en el proceso de integración europea. Sin embargo, las decisiones judiciales operan entre dos polos: la construcción de Europa y el respeto de los legítimos esfuerzos de los gobiernos nacionales para garantizar la seguridad energética. Cuando el Tribunal de Justicia va demasiado lejos en la aprobación de medidas nacionales que pueden limitar los principios de libre circulación, surgen los problemas. Hasta que en una serie de casos recientes, la jurisprudencia del TJCE dio a los Estados miembros la facultad de desviarse de los principios europeos en interés de la seguridad pública. Esta idea, sin embargo, puede estar evolucionando en línea con los esfuerzos para fomentar la libre circulación de capitales.* PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. *Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law?* Energy Law Journal, vol. 31, 2010. Pág. 40

⁸¹³ *En su doctrina, el Tribunal de Justicia reconoce que la seguridad del suministro es una justificación para limitar la libre circulación de capitales, pero llega a especificar que "las exigencias de la seguridad pública... deben interpretarse en sentido estricto, de modo que un solo Estado miembro no pueda determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las instituciones de la Comunidad Europea. Por lo tanto, la seguridad pública sólo puede invocarse en caso de que exista una amenaza real y suficientemente grave que afecte a un interés fundamental de la sociedad". El Tribunal al parecer se*

la noción de seguridad pública aparece en los Tratados. En consecuencia, es un concepto de Derecho de la Unión, que no puede definirse por referencia a las legislaciones de los Estados miembros y, por tanto, debe ser objeto de una interpretación autónoma y uniforme en el ordenamiento jurídico de la Unión⁸¹⁵.

reserva el derecho de definir el concepto de seguridad pública, como si pudiera ser “comunitarizado”. Sin embargo, a diferencia de la definición legal de “trabajadores” o “mercancía”, la “seguridad pública” está ligada a la definición establecida en las normas nacionales. De esta manera, la seguridad sigue siendo una de las últimas zonas de soberanía sin trabas de los Estados miembros. La existencia de activos, tales como plantas de energía nuclear, proporciona más garantías para tales consideraciones estratégicas y justifica las restricciones a los movimientos de capitales y a la libertad de establecimiento, debido a razones de seguridad nuclear y, de este modo, la seguridad nacional, es decir, un tema que va al corazón de la soberanía nacional e implica (en su caso) medidas de garantías reforzadas. Según Fleischer, después de las Sentencias de la acción de oro, el TJCE tuvo que ser más tolerante con los Estados Miembros y con las restricciones relacionadas con la seguridad ya que el Tribunal de Justicia de lo contrario corría el riesgo de convertirse en un mecanismo peligroso de la desregulación de los mercados, interpretando un papel que va más allá de la neutralidad ideológica que debe caracterizar la función judicial europea. PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law? Energy Law Journal, vol. 31, 2010. Pág. 46-47

⁸¹⁴ *En segundo lugar, el TJCE reconoce que la seguridad representa una justificación a la limitación de la libre circulación de capitales pero inmediatamente especifica que «las exigencias de seguridad pública [...] deben interpretarse en sentido estricto, de manera que cada Estado miembro no pueda determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las instituciones de la Comunidad Europea. Así, la seguridad pública sólo puede invocarse en caso de que exista una amenaza real y suficientemente grave que afecte a un interés fundamental de la sociedad». Parece que de este modo el Tribunal reserve para sí mismo la noción de seguridad pública, como si ésta pudiera ser «comunitarizada»; sin embargo, a diferencia de las nociones de mercancía o de trabajador, la seguridad pública queda vinculada a la definición que de ella se dé en las normativas nacionales, de tal manera que la seguridad se configura aún como uno de los últimos reductos de libertad de los Estados miembros. PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07. Revista española de derecho europeo. Nº. 33, 2010. Pág. 135*

⁸¹⁵ Vid. entre otras Sentencias Adolf Truley, C-373/00, EU:C:2003:110, apartado 35; Zita Modes, C-497/01, EU:C:2003:644, apartado 34; Athinaiki Chartopoiia, C-270/05, EU:C:2007:101, apartado 23; Yaesu Europe, C-433/08, EU:C:2009:750, apartado 18; Budějovický Budvar, C-482/09, EU:C:2011:605, apartado 29; MCB. C-400/10 PPU, EU:C:2010:582, apartado 41; Rabal Cañas, C-392/13,

Además, como apunta SZYSZCZAK, en razón de este problema de división de poderes y de cómo articula el proceso de integración, la forma en que actúa el Tribunal de Justicia es diferente en función de que lo que esté en juego sea el equilibrio vertical u horizontal de poderes en el seno de la Unión. Así, indica que *Snell sostiene que la jurisprudencia de las libertades de circulación refleja la forma en la que la división horizontal del poder es realizada en la comunidad: el equilibrio entre el papel del poder legislativo y los tribunales. El Tribunal considera algunos temas de la integración económica como preocupaciones dominantes y, como se muestra en los casos de acciones de oro, está dispuesto a tomar una postura firme al examinar las justificaciones de los Estados miembros de las excepciones al principio de libre circulación. En contraste, Snell demuestra que cuando el Tribunal examina las medidas de la Comunidad se revela no sólo un enfoque más generoso sino una actitud inusualmente permisiva hacia la justificación económica para la búsqueda de medidas. Snell sostiene que enfoque puede ser aceptable en el proceso de integración porque, si bien el proceso legislativo comunitario puede no ser plenamente democrático o responsable, tiene la ventaja de asegurar la representación de todos los intereses pertinentes y, por tanto, la probabilidad de que las medidas comunitarias sean proteccionistas es mucho menor*⁸¹⁶.

Ante los problemas políticos que planteaba la aprobación de normas de derecho derivado, como ya pasara en los años setenta, el Tribunal se vio llamado a un papel protagonista. En esta función de consolidación del Mercado Interior que, inevitablemente, la armonización negativa se acabó imponiendo sobre la integración positiva⁸¹⁷.

EU:C:2015:318, apartado 42.

⁸¹⁶ SZYSZCZAK, Erika. *Golden shares and Market Governance*. Legal Issues of Economic Integration. 2002, volume 29 (3). Pág. 281.

⁸¹⁷ *El Tribunal ha atendido, incluso acriticamente, las peticiones de la Comisión elaborando una doctrina sobre la versión «comunitariamente aceptable» de golden share, pero, en la práctica ha despojado a los EEMM de la posibilidad de intervenir mediante instrumentos especiales de garantía de los intereses públicos alternativos a la propiedad pública de las empresas. El objetivo que se puede ver tras esta saga jurisprudencia es claro: fortalecer el Mercado Interior. Para lograr este fin, el Tribunal, por un lado, consciente de la inexistencia de un verdadero mercado europeo de capitales, ha otorgado la*

3.5.6.- Normas de Derecho Derivado. Especial referencia al Reglamento Comunitario de Concentraciones.

Estos comentarios nos dan pie para abordar la incidencia del derecho derivado en los distintos procesos de la acción de oro. Diversos Estados demandados, conscientes del fenómeno que hemos referido trataron de amparar sus regímenes invocando el Derecho derivado. Desde el punto de vista de los incumplimientos, resulta razonable que los Estados miembros adoptaran esta estrategia procesal. No en vano, existe algún pronunciamiento del Tribunal de Justicia según el cual las medidas de adoptadas por un Estado en cumplimiento de una Directiva en ningún caso pueden ser una restricción a las libertades fundamentales⁸¹⁸.

La regla general es que cuando un ámbito ha sido armonizado con carácter exhaustivo a escala de la Unión, cualquier medida nacional en este ámbito debe apreciarse a la luz de las disposiciones de la medida de armonización y no de las del Derecho primario⁸¹⁹. Una primera aproximación a la misma nos podría indicar que se trata de una relación basada en la aplicabilidad, de tal modo que la existencia de un acto normativo de Derecho derivado exigiría la inaplicación de la libertad fundamental prevista en el Tratado. Ahora bien, como acertadamente señala el Abogado General CRUZ VILLALÓN, el efecto de «desplazamiento» es estrictamente procesal, pues,

máxima centralidad al art. 56 TCE, tradicionalmente infrutilizado en la construcción europea; por otro, ha interpretado de la forma más llana posible al art. 295 TCE, que formula el principio de neutralidad en relación con el régimen de propiedad de los EEMM, de manera que este último cede ante la libertad de circulación de capitales, desamparando a los Estados ante cualquier posibilidad de adoptar medidas de intervención en las empresas de interés general. El resultado final es una jurisprudencia creativa, una armonización negativa cuyo protagonista es el TJCE, quien comprueba la compatibilidad de las normas nacionales y las desactiva en caso de incumplimiento con el derecho europeo. PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07. Revista española de derecho europeo. Nº. 33, 2010. Pág. 154-155

⁸¹⁸ Sentencia Comisión/Alemania, C-319/05, EU:C:2007:678, apartado 35.

⁸¹⁹ Sentencias Ålands Vindkraft, C-573/12, EU:C:2014:2037, apartado 57; y Vilniaus energija, C-423/13, EU:C:2014:2186, apartado 39.

desde el punto de vista de la coexistencia entre disposiciones, el Tratado y la Directiva mantienen plenamente su vigencia y aplicabilidad general. De este modo, como consecuencia de la aprobación de un acto normativo de la Unión, se produce una suerte de desplazamiento o de «atracción» procesal, de tal manera que el Tratado, a los efectos de la resolución de un litigio, queda desplazado en tanto que parámetro necesario de enjuiciamiento, en beneficio del acto de Derecho derivado de la Unión⁸²⁰.

De este modo, como señala el Abogado General CRUZ VILLALÓN, en ningún caso ello implica una especie de exclusión o incluso suspensión de la aplicación del Derecho primario. La situación procesal creada no puede entenderse en términos de «aplicabilidad» pues, de lo contrario, se produciría una suerte de jerarquía inversa en el sistema de fuentes de la Unión. La legislación derivada de la Unión no puede tener el efecto de excluir la «aplicación» de las libertades fundamentales garantizadas por el Tratado⁸²¹.

Asimismo, la exclusión de la aplicación del Derecho primario chocaría frontalmente con el control de validez de los actos normativos de Derecho derivado a la luz del Derecho de la Unión. Los actos de desarrollo de las libertades fundamentales, incluidos los actos de armonización exhaustiva, admiten siempre, en el contexto adecuado, un examen de su compatibilidad formal y sustantiva con los Tratados, incluidas las libertades fundamentales. Según la jurisprudencia, la prohibición de restricciones no sólo se aplica a las medidas nacionales, sino también a las medidas que emanan de las instituciones de la Unión, incluidas las directivas de armonización⁸²².

De la misma manera, este pretendido efecto de exclusión de la aplicación chocaría igualmente con el mandato que exige la interpretación del Derecho derivado a la luz del Derecho originario. Este imperativo, fruto del carácter no sólo vinculante sino también inspirador desplegado por las disposiciones del Tratado y otras disposiciones

⁸²⁰ Conclusiones presentadas por el Abogado General CRUZ VILLALÓN en el asunto Comisión/Francia, C-216/11, EU:C:2012:819, apartados 35 y 36.

⁸²¹ Conclusiones presentadas por el Abogado General CRUZ VILLALÓN en el asunto Comisión/Francia, C-216/11, EU:C:2012:819, apartado 39.

⁸²² Conclusiones presentadas por el Abogado General CRUZ VILLALÓN en el asunto Comisión/Francia, C-216/11, EU:C:2012:819, apartado 40.

de Derecho originario, destacadamente la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea, precluye cualquier intento de privar de aplicabilidad a las libertades de circulación⁸²³.

En consecuencia, desde el punto de vista de las normas del Estado miembro, como precisa la Abogado General TRSTENJAK, esta jurisprudencia implica la norma de armonización restringe las facultades reconocidas a los Estados miembros. Mientras que una armonización total les prohíbe establecer restricciones a la libertad de circulación de mercancías, una armonización parcial les concede cierto margen de actuación dentro de los límites fijados por el Derecho armonizado⁸²⁴. Por ello, el Tribunal ha señalado que la libre circulación de capitales puede verse, no obstante, limitada por medidas nacionales justificadas por las razones mencionadas en el artículo 65 CE o por razones imperiosas de interés general, siempre que no existan disposiciones comunitarias de armonización que establezcan medidas necesarias para garantizar la protección de esos intereses⁸²⁵.

En consonancia con ello, el Tribunal ha señalado que, a falta de armonización, corresponde en principio a los Estados miembros decidir en qué nivel pretenden asegurar la protección de tales intereses legítimos y de qué manera debe alcanzarse este nivel⁸²⁶. Pues bien, la incidencia de la normativa armonizadora se ha desplegado fundamentalmente en dos campos.

En una primera categoría podemos citar los asuntos en que se invocaron las

⁸²³ Conclusiones presentadas por el Abogado General CRUZ VILLALÓN en el asunto Comisión/Francia, C-216/11, EU:C:2012:819, apartado 41.

⁸²⁴ Conclusiones presentadas por la Abogado General TRSTENJAK en el asunto Comisión/Portugal, C-265/06, EU:C:2007:784, nota 11.

⁸²⁵ Sentencias Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 32; Comisión/Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 72; Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752, apartado 39; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 41; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 41; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 69.

⁸²⁶ Sentencias Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 33; Comisión/Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 73; Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752, apartado 40; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 45; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 42.

Directivas en materia de gas y electricidad, en la medida en que obligarían a los Estados miembros a garantizar el suministro energético. En el caso de la Función 14ª de la Comisión Nacional de la Energía⁸²⁷, el Gobierno español invocó precisamente que la medida estaría justificada por ese objetivo⁸²⁸.

Frente a ello el Tribunal precisó que, en efecto, las Directivas 2004/67/CE del Consejo, de 26 de abril de 2004, relativa a unas medidas para garantizar la seguridad del suministro de gas natural, y 2005/89/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de enero de 2006, sobre las medidas de salvaguarda de la seguridad del abastecimiento de electricidad y la inversión en infraestructura, formulan medidas dirigidas a salvaguardar un nivel adecuado de seguridad en el suministro, respectivamente, de gas natural y electricidad. No obstante, estas Directivas establecen únicamente un marco dentro del cual los Estados miembros han de definir las políticas generales en materia de seguridad del suministro. Además, de las disposiciones de la Directiva 2004/67 se desprende que la lista de instrumentos para fomentar la seguridad del suministro de gas natural que figura en su anexo no es exhaustiva. Asimismo, del tercer considerando de la referida Directiva se desprende que ésta constituye únicamente un enfoque común mínimo sobre la seguridad del suministro de gas natural. De estas apreciaciones resulta que las Directivas 2004/67 y 2005/89 dejan un amplio margen de maniobra a los Estados miembros en cuanto a los medios para alcanzar los objetivos que éstas persiguen⁸²⁹.

En consecuencia, aun admitiendo que, con arreglo a las normas del Derecho derivado de la Unión, los Estados miembros están obligados a garantizar el abastecimiento energético en su territorio nacional, no puede invocarse el cumplimiento de tal obligación para justificar cualquier medida en principio contraria a una libertad fundamental⁸³⁰. En definitiva, en este ámbito la virtualidad del Derecho derivado sería

⁸²⁷ Para tener una visión global de la Función 14ª vid. ARIÑO ORTIZ, Gaspar. *Intervención del Estado en las operaciones corporativas: la Función 14ª de la CNE* en MUÑOZ MACHADO, Santiago (Dir.) *Derecho de la regulación económica*, Vol. III Sector Energético, Tomo 1. Madrid: Iustel, 2010. Págs. 159-200

⁸²⁸ Sentencia Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428.

⁸²⁹ Sentencia Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartados 43 y 44.

⁸³⁰ Sentencia Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 87.

poner de manifiesto la importancia que los Estados miembros y la Unión conceden a la protección de la seguridad del abastecimiento energético y justificar, eventualmente, un obstáculo a la libre circulación de capitales⁸³¹.

Un segundo bloque normativo viene configurado por el Reglamento Comunitario de Concentraciones⁸³². Como denota su base jurídica al aludir al artículo 308 TCE (actual artículo 352), nos encontramos ante una asunción de competencias por parte de la Unión con la consiguiente restricción de las facultades de los Estados miembros.

En el asunto Comisión/Italia, el Gobierno italiano alegó que la adaptación del Derecho interno de los Estados miembros a las Directivas sobre normas comunes para el Mercado Interior de la electricidad y del gas había dado lugar a una apertura asimétrica de los distintos mercados nacionales. Algunos Estados optaron por abrir su mercado más de lo previsto en tales Directivas, mientras que otros se habían limitado a abrir su mercado en la medida estrictamente impuesta por éstas. Las medidas adoptadas a nivel comunitario para corregir este desequilibrio, a su juicio, habían resultado no obstante insuficientes. Por ello, era necesario adoptar medidas para que el mercado italiano no fuera objeto de ataques especulativos anticompetitivos por parte de entidades públicas que operen en el mismo sector en otros Estados miembros y se hallen en una situación más ventajosa gracias a su normativa nacional⁸³³.

El Tribunal consideró, sin embargo, que en esas situaciones procedía, en cualquier caso, aplicar las disposiciones del Reglamento Comunitario de Concentraciones. A tal efecto, recordó que la normativa nacional controvertida sólo se aplica a empresas públicas que ya ocupan una posición dominante en su mercado nacional. Ahora bien, con arreglo al artículo 2, apartado 3, del Reglamento, la Comisión prohibirá las concentraciones con una dimensión comunitaria que sean susceptibles de obstaculizar de forma significativa la competencia efectiva en el mercado común o en

⁸³¹ Sentencias Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 84; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 82.

⁸³² Reglamento (CE) n° 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas. DO L 24 de 29.1.2004, p. 1/22.

⁸³³ Sentencia Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350, apartados 18 y 19.

una parte sustancial del mismo, «en particular como consecuencia [...] de una posición dominante» preexistente⁸³⁴.

En esta materia se refleja la relación entre los dos pilares del Mercado Interior, es decir, entre las libertades fundamentales y la libre competencia⁸³⁵. El objetivo del Reglamento Comunitario de Concentraciones, como sucedía con su predecesor de 1989⁸³⁶, es garantizar que las fusiones transfronterizas no impidieran de manera significativa la efectiva competencia en el Mercado Interior. Como las previsiones de los actuales artículos 101 y siguientes TFUE resultan insuficientes a estos efectos, se hizo preciso recurrir a un instrumento de Derecho Derivado que garantizase la competencia exclusiva de la Unión cuando estas operaciones alcanzasen una dimensión comunitaria. Todo ello sin perjuicio de las medidas que, al margen de los aspectos de Derecho de la Competencia, pudieran adoptar los Estados miembros en el ejercicio de sus competencias en otros ámbitos⁸³⁷.

⁸³⁴ Sentencia Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350, apartado 26.

⁸³⁵ En efecto, como advierten JONES Y DAVIES, *además de garantizar que no se aprueben o mantengan en vigor leyes contrarias a las normas sobre libre circulación de capitales y a la libertad de establecimiento, los Estados miembros deben garantizar que al aplicar el Derecho nacional a una operación de fusión no infringen estos principios u otra norma de Derecho de la Unión. En particular, se deben respetar las disposiciones jurisdiccionales establecidas en el Reglamento Comunitario de Concentraciones. En términos generales, el Reglamento distribuye la competencia para evaluar las concentraciones entre la Comisión y los Estados miembros; las concentraciones de gran escala que tienen una dimensión comunitaria (sobre la base de ciertos umbrales de volumen de negocios) son, por regla general de tasación exclusivamente por la Comisión.* JONES, Alison y DAVIES, John. Merger Control and the Public Interest: Balancing EU and National Law in the Protectionist Debate. King's College London Law School Research Paper No. 2015-12. Pág. 30.

⁸³⁶ Reglamento (CEE) n° 4064/89 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas; DO L 395 de 30.12.1989, p. 1/12.

⁸³⁷ *Una lectura de los considerandos del Reglamento original de Control de Concentraciones de 1989 muestra con claridad que su objetivo era asegurar que las fusiones transfronterizas no impidieran de manera significativa la efectiva competencia en el mercado común. Como los artículos del Tratado sobre competencia eran insuficientes para cubrir todas esas operaciones, se creó un nuevo instrumento (basado en el artículo 308 CE junto con el artículo 87 sobre competencia, ahora artículos 352 y 107 TFUE), que disponía en detalle las normas sustantivas y procesales, por ejemplo sobre audiencias, investigaciones, límites de tiempo para las decisiones, multas, etc. Cuando uno llega a los considerandos vigésimo séptimo y vigésimo octavo del Reglamento de 1989 (cuarto y quinto por el final), uno lee que la*

El sistema que se adoptó se basaba en un procedimiento que se ha calificado como de ventanilla única. RODRÍGUEZ CÁRCAMO lo describe, señalando que *a la vista de esta heterogeneidad de sistemas y ante diversas alternativas, tales como la armonización de todas estas normas o incluso su unificación, el sistema de control por el que se optó fue el de ventanilla única, consistente en que las operaciones de concentración de relevancia para este Mercado Interior, es decir, las operaciones de dimensión comunitaria serían objeto de control por una sola autoridad, la comunitaria y con arreglo a un sistema propio, mientras que las operaciones que careciesen de esta relevancia, seguirían siendo controladas por las autoridades nacionales, con arreglo a las legislaciones internas no armonizadas*⁸³⁸.

Ello implica que los Estados miembros no pueden aplicar su Derecho de la Competencia a las operaciones de dimensión comunitaria. El concepto de este tipo de operaciones abarca aquellas transacciones que alcanzan los umbrales establecidos en el artículo 1 (2) o (3) del Reglamento o las remitidas a la Comisión de conformidad con el artículo 4 (5) o 22 del Reglamento.

Este principio presenta dos excepciones previstas en el propio Reglamento. Por un lado, el artículo 4.4 y el artículo 9 contemplan sendos procedimientos para que el Derecho de la Competencia interno se aplique cuando la concentración puede afectar de manera significativa a la competencia en un mercado de un Estado miembro que presenta todas las características de un mercado definido. Por otro, el artículo 21 regula

Comunidad tiene competencia exclusiva en esta materia y que los Estados miembros no pueden aplicar sus propias normas de competencia a una concentración de dimensión comunitaria, pero también que la aplicación exclusiva del presente Reglamento a las operaciones de concentración de dimensión comunitaria lo es sin perjuicio del artículo 223 del Tratado y no impide que los Estados miembros adopten las medidas pertinentes para garantizar la protección de intereses legítimos distintos de los que se toman en consideración en el presente Reglamento, siempre que dichas medidas sean compatibles con los principios generales y las demás disposiciones del Derecho comunitario. BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon.* Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 41.

⁸³⁸ RODRÍGUEZ CÁRCAMO, Juan Manuel. *El artículo 21 del Reglamento de Concentraciones y la eficaz defensa de los intereses de los ciudadanos comunitarios.* Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia, N° 9, 2010 Pág. 51.

el procedimiento para que los Estados miembros puedan actuar para proteger los intereses legítimos que no están protegidos por el propio Reglamento⁸³⁹.

La regulación contenida en el artículo 21.4 del Reglamento Comunitario de Concentraciones se articula en torno a dos elementos normativos. Desde el punto de vista sustantivo, el Reglamento enumera dos tipos de intereses legítimos. En primer término, los que el entonces Abogado General TIZZANO denominó “intereses legítimos per se”, que se concretan en seguridad pública, la pluralidad de los medios de comunicación y las normas prudenciales⁸⁴⁰. En segundo lugar, el Reglamento alude a “cualquier otro interés legítimo”.

En cualquier caso, a tenor del primer párrafo, las medidas pertinentes que se adopten deben ser compatibles con los principios generales y demás disposiciones del Derecho de la Unión, entre los que se encuentran los principios de no discriminación y de proporcionalidad⁸⁴¹. Desde el punto de vista procedimental, en el caso de cualquier otro interés legítimo distinto de los señalados específicamente, obliga a comunicarlo a la

⁸³⁹ *Los Estados miembros no podrán, por tanto, aplicar normalmente el Derecho interno en materia de Competencia a las concentraciones de dimensión comunitaria; tales concentraciones se benefician de una "ventanilla única" en la Unión Europea - una evaluación exclusiva de Derecho de la competencia por parte de la Comisión - y no deben ser objeto de un segundo control en virtud del Derecho nacional de la Competencia. Se aplican, sin embargo, dos importantes excepciones a este principio. En primer lugar, los Estados miembros podrán aplicar el Derecho nacional de la competencia y tomar las medidas que sean necesarias "para preservar o restablecer una competencia efectiva en el mercado de que se trate", cuando una concentración afecte o amenace con afectar a la competencia en un "mercado definido" y la fusión, o aspectos de la misma, le sean remitidos por la Comisión en virtud de los procedimientos específicos establecidos en el artículo 4.4 o el artículo 9 del Reglamento. En segundo lugar, los Estados miembros podrán actuar para proteger los intereses legítimos, que no están protegidos por el propio Reglamento. JONES, Alison y DAVIES, John. *Merger Control and the Public Interest: Balancing EU and National Law in the Protectionist Debate*. King's College London Law School Research Paper No. 2015-12. Pág. 30-31.*

⁸⁴⁰ Conclusiones del Abogado General TIZZANO en el asunto C-42/01, Portugal/Comisión, EU:C:2004:39, apartado 17.

⁸⁴¹ RODRÍGUEZ CÁRCAMO, Juan Manuel. *El artículo 21 del Reglamento de Concentraciones y la eficaz defensa de los intereses de los ciudadanos comunitarios*. Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia, N° 9, 2010 Pág. 54.

Comisión, y deberá ser reconocido por ésta previo examen de su compatibilidad con el Derecho de la Unión antes de que puedan adoptarse las medidas. La Decisión de la Comisión se notificará en el plazo de 25 días laborables a partir de la comunicación.

Comenzando por el aspecto sustantivo, como acertadamente señala RODRÍGUEZ CÁRCAMO, *a pesar de que suele identificarse la aplicación del art. 21 solo con el sector energético, tal identificación, como se verá es errónea, puesto que se trata de una norma que puede aplicarse a cualquier sector, entre otros, el financiero*⁸⁴². Si bien el campo en el que intuitivamente tiene más juego el artículo 21 del Reglamento es el de los sectores regulados, como corrobora la práctica decisoria de la Comisión, su ámbito de aplicación no está limitado a éstos y se extiende además a cualquier actuación de los poderes públicos del Estado miembro afectado⁸⁴³.

⁸⁴² RODRÍGUEZ CÁRCAMO, Juan Manuel. *El artículo 21 del Reglamento de Concentraciones y la eficaz defensa de los intereses de los ciudadanos comunitarios*. Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia, Nº 9, 2010 Pág. 50.

⁸⁴³ Como indicaba GERARD en 2008, *hasta el momento, la práctica decisoria de la Comisión ha involucrado principalmente casos en los sectores de seguros, banca y energía, donde los reguladores nacionales se encargan tradicionalmente de la tarea de garantizar el cumplimiento de las transacciones con consideraciones de orden público. Sin embargo, el artículo 21 del Reglamento de concentraciones se puede aplicar a todos los sectores de la economía. Esto se desprende del caso Secil / Holderbank / Cimpor, que implicó la adquisición de un fabricante de cemento. Del mismo modo, la práctica de la Comisión muestra que el artículo 21 del Reglamento de concentraciones puede aplicar a prácticamente cualquier tipo de medida adoptada por todas las clases de diversas autoridades nacionales, incluidas las decisiones ministeriales o decisiones de agencias reguladoras independientes. Esto es consistente con la jurisprudencia de los tribunales de la UE, que interpreta ampliamente la noción de "autoridad pública" susceptible de adoptar "medidas estatales", como cualquier entidad donde se presentan las siguientes características: (i) la financiación con dinero público; (ii) el nombramiento de los miembros por el gobierno; (iii) la existencia de obligaciones legales o funciones legales; y/o (iv) el apoyo estatal o 'apuntalamiento'. En E.ON / Endesa, la Comisión hizo hincapié en que los Estados miembros pueden ser declarados responsables de una violación del artículo 21 (4) del Reglamento de concentraciones "con independencia de la autoridad nacional que determina la violación" y sostuvo que una competencia general para revisar, aprobar y/o condicionar las ofertas públicas de adquisición no excluía la posibilidad de infringir la legislación comunitaria en casos específicos*. GERARD, Damien. *Protectionist Threats against Cross-Border Mergers: Unexplored Avenues to Strengthen the Effectiveness of Article 21 ECMR*. Common Market Law Review, Vol. 45, No. 4, 2008. Pág. 1017-1018.

Como justificaremos, no resulta correcto concluir del análisis de la jurisprudencia y de la práctica de la Comisión que, como afirma BENYON, *los posibles sectores cubiertos se reducen esencialmente a la energía y aún más en las restantes zonas donde directivas de la Unión, en particular las Directivas 2003/55 y 2004/67, aún dejan cierto margen de acción de los Estados miembros*⁸⁴⁴. Por el contrario, la postura de la Comisión y del Tribunal de Justicia es plenamente coherente con la que mantienen en sede de libertades fundamentales, en la que la lucha contra el proteccionismo se configura como una de las claves del proceso europeo.

La lectura del artículo 21 del Reglamento Comunitario de Concentraciones en clave de un instrumento de lucha contra el proteccionismo ha sido descrita por RODRÍGUEZ CÁRCAMO al advertir del riesgo de que el proteccionismo se esconda detrás de estas justificaciones⁸⁴⁵. Efectivamente, a comienzos del siglo XXI, la Unión Europea se enfrentó a un renacimiento del proteccionismo, bajo la forma de intentos de los Estados miembros de interferir en las adquisiciones de empresas transfronterizas⁸⁴⁶.

⁸⁴⁴ BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 47

⁸⁴⁵ *Lo primero que sorprende del artículo es que la protección de estos intereses ajenos a la competencia, pero que, según los casos, pueden llegar a ser tan relevantes en las sociedades europeas en general, sea descrito en términos muy simples como una especie de ataque o asalto nacional ciego a la inexpugnable y pura fortaleza comunitaria del libre mercado. Da la impresión de que los bárbaros Estados miembros perpetran esta agresión sobre la bella doncella comunitaria movidos por intereses secundarios y ocultos y ha sido precisamente esta imagen, entre otros elementos, lo que ha dado lugar a que se afirme por determinadas voces que lo único que en realidad puede subyacer a una confrontación de esta naturaleza es la actitud de protección de los Estados miembros sobre "sus" empresas. En definitiva es el proteccionismo, el mayor enemigo del mercado interior, quien se esconde tras estas justificaciones.* RODRÍGUEZ CÁRCAMO, Juan Manuel. *El artículo 21 del Reglamento de Concentraciones y la eficaz defensa de los intereses de los ciudadanos comunitarios*. Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia, N° 9, 2010 Pág. 53.

⁸⁴⁶ Este proceso es descrito de manera muy clara por GERARD, al indicar en 2008 que *la Unión Europea se ha enfrentado a un "renacimiento del proteccionismo" en los últimos meses, en la forma de varios intentos de los Estados miembros de interferir con las adquisiciones transfronterizas de "empresas nacionales". Esos intentos han tenido lugar en toda la Unión Europea, desde España, donde la "saga de Endesa" se ha prolongado durante años, hasta Polonia, donde el gobierno trató de interferir con la adquisición del banco minorista BHP por Unicredit de Italia, y desde Italia, donde Abertis retiró su*

Como precisa BENYON, *no es sólo la prevención de las distorsiones de la competencia provocadas por las actividades de fusión de las empresas –el principal objeto de la regulación- lo que se ha vuelto significativo en los últimos años, sino también las distorsiones de competencia promovidas por los Estados miembros en sus diversos intentos de impedir fusiones propuestas por las empresas en favor de la protección de sus propios "campeones nacionales"*⁸⁴⁷.

Como denunciaron ARIÑO Y OTROS, esta situación suponía un ataque la credibilidad de Europa y de los procesos de liberalización⁸⁴⁸. En este contexto, la Comisión reaccionó contundentemente contra las interferencias de los Estados

proyecto de fusión con Autostrade tras meses de disputas e incertidumbres jurídicas creadas por las autoridades públicas, hasta Hungría, donde el gobierno se ha comprometido a hacer "todo lo que esté en sus manos" para bloquear la adquisición del incumbente energético MOL por OMV de Austria. Esta lista es apenas ejemplificativa y no menciona conscientemente la política francesa abiertamente asumida de "patriotismo económico" y la voluntad de "mantener los centros de toma de decisiones económicas en suelo francés", que se traduce en la defensa de los "campeones nacionales" en todo tipo de industrias y sectores, incluidos los casi estratégicos. GERARD, Damien. Protectionist Threats against Cross-Border Mergers: Unexplored Avenues to Strengthen the Effectiveness of Article 21 ECMR. Common Market Law Review, Vol. 45, No. 4, 2008. Pág. 987.

⁸⁴⁷ BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 43.

⁸⁴⁸ *Es hora de reaccionar y abordar los problemas en su fondo. La credibilidad de Europa y de los procesos de liberalización está en juego. Pero en lugar de eso, los países se enrocan y remolonean en el cumplimiento de sus obligaciones, derivadas de las libertades fundamentales del Tratado. En vez de tirar de Europa hacia arriba, los Gobiernos se dejan arrastrar de mala gana por la Comisión. La cortedad de miras de los políticos "nacionales" se ha tornado apabullante. Se aguarda a que sea Bruselas la que, a golpe de procedimientos de infracción, logre que los Estados se adecúen -más tarde que pronto- a los fines propuestos. Y mientras tanto, unos alegan reciprocidad, otros el interés nacional y la seguridad del suministro y algunos no alegan nada, sino que se limitan a hacer su santa voluntad, que identifican con los derechos soberanos de la patria. Las contradicciones que se observan cada día entre lo que se proclama y lo que se hace en la práctica; ente lo que se decía como Presidente o Miembro de la Comisión Europea (casos Prodi y Solbes) y lo que hacen ahora como Gobiernos nacionales resultan llamativas. ARIÑO ORTÍZ, Gaspar; CRUZ FERRER, Juan de la; LÓPEZ DE CASTO GARCÍA-MORATO, Lucía; GUIRADO GALIANA, Rosa; ROVIRA DAUDÍ, M^a José; ESCRIBANO TESAUT, Pedro; y GONZÁLEZ BARRAL, Juan Carlos. *Energía en España y Desafío Europeo. Seguridad, concentración empresarial, competencia, regulación*. Granada: Comares, 2006. Pág. 38.*

miembros no sólo a través de recursos de incumplimiento basados en las libertades fundamentales, sino a través de Decisiones basadas en el artículo 21 del Reglamento Comunitario de Concentraciones, lo que ha permitido que el Tribunal de Justicia profile su potencial de manera más o menos heterogénea⁸⁴⁹.

El primer caso en el que la Comisión recurrió a los poderes que le confería el actual artículo 21 del Reglamento Comunitario de Concentraciones tuvo lugar en 1999. Se trata de las Decisiones recaídas en el asunto Champalimaud⁸⁵⁰, relativas a la prohibición por parte del Ministro de Finanzas portugués de la adquisición por parte del Banco Santander de ciertas entidades bancarias portuguesas⁸⁵¹. A la vista de la negativa

⁸⁴⁹ *La Comisión parece haber reaccionado agresivamente contra las interferencias de los Estados miembros con las transacciones de dimensión comunitaria, mediante la adopción de medidas de gran alcance motivadas por la perspectiva de que "en otro caso el mercado único de la UE descenderá al caos". La más visible de estas medidas han sido las decisiones adoptadas de conformidad con el artículo 21 (4) del Reglamento comunitario de concentraciones, una disposición que autoriza a la Comisión a revisar, y eventualmente cuestionar la compatibilidad de las medidas estatales que afectan a las concentraciones de dimensión comunitaria -cayendo así en el ámbito de competencia exclusiva de la Comisión de control de concentraciones- con "los principios generales y demás disposiciones del Derecho comunitario". Por medio de esas decisiones, la Comisión ha perfilado los contornos del artículo 21 del Reglamento de concentraciones, pero su historial de aplicación ha sido más bien heterogéneo.* GERARD, Damien. *Protectionist Threats against Cross-Border Mergers: Unexplored Avenues to Strengthen the Effectiveness of Article 21 ECMR*. Common Market Law Review, Vol. 45, No. 4, 2008. Pág. 987-988.

⁸⁵⁰ Decisión de la Comisión de 20 de julio de 1999, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 21.3 del Reglamento (CEE) n.º 4064/1980 del Consejo sobre el control de operaciones de concentración entre empresas (Asunto N.º IV/M.1616-BSCH/A. Champalimaud) y Decisión de la Comisión de 20 de octubre de 1999, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 21.3 del Reglamento (CEE) n.º 4064/1980 del Consejo sobre el control de operaciones de concentración entre empresas (Asunto N.º IV/M.1616-BSCH/A. Champalimaud).

⁸⁵¹ La operación es descrita por RODRÍGUEZ CÁRCAMO en estos términos: *La operación consistía en este caso en una permuta de participaciones sociales entre el Sr. A. Champalimaud y el Banco Santander Central Hispano. Este último adquiriría el 40% del capital social de dos sociedades gestoras de participaciones sociales del grupo AC y el primero adquiriría el 1,6% del capital social del BSCH. Las sociedades gestoras, junto al Sr. Champalimaud, controlaban la mayoría del capital social de la compañía de seguros Mundial Confiança S.A., que a su vez detentaba directa o indirectamente el 50% del capital social de algunos bancos portugueses, Se celebró un acuerdo parasocial que permitía al*

de las autoridades portuguesas a rectificar sus medidas, la Comisión decidió abrir un procedimiento de infracción y remitirle una carta de emplazamiento en septiembre de 1999⁸⁵². El 13 de octubre de 1999 la Comisión comunicó que había decidido enviar un dictamen motivado a la República Portuguesa⁸⁵³. Finalmente, el procedimiento se archivó en marzo de 2000, ya que el 29 de noviembre de 1999 se notificó una nueva concentración a la Comisión, que la autorizó conforme al Reglamento Comunitario de Concentraciones el 11 de enero del 2000. En virtud de esta nueva operación, que cancela la anterior, el BSCH adquiere el control del Banco Totta i Açores y del Banco de Crédito Prédial Português, ambos pertenecientes al grupo Champalimaud. El 19 de enero del 2000, las autoridades portuguesas declararon que no se oponían a esta nueva concentración, la cual, entre tanto, ha recibido todas las autorizaciones necesarias, incluidas las de las autoridades de supervisión de servicios financieros. Además, se retiró la prohibición original del Gobierno Portugués, al igual que las denuncias presentadas a la Comisión por BSCH y Champalimaud⁸⁵⁴. Por tanto, el Tribunal no llegó a pronunciarse ni sobre la legalidad de la Decisión ni sobre la compatibilidad de la actuación de las autoridades portuguesas con el Derecho Comunitario.

El segundo caso en que la Comisión empleo la potestad que le confiere el Reglamento Comunitario de Concentraciones fue también portugués. Se trata de la oferta de adquisición por parte de la mercantil portuguesa Secil y la entidad suiza Holderbank de la compañía de cementos Cimpor. Cimpor era una antigua empresa pública, privatizada a principios del año 1994, de la que el Estado portugués, que había ido vendiendo progresivamente sus acciones, poseía, en ese momento el 12,7 % de las acciones, de las que el 10 % correspondían a derechos especiales.

Mediante resolución de 11 de agosto de 2000, el ministro de Hacienda señaló,

BSCH designar a algunos miembros del Consejo de Administración de estas sociedades Holdings y de sus filiales, así como vetar determinadas decisiones esenciales adoptadas por ellas. RODRÍGUEZ CÁRCAMO, Juan Manuel. El artículo 21 del Reglamento de Concentraciones y la eficaz defensa de los intereses de los ciudadanos comunitarios. Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia, Nº 9, 2010 Pág. 58-59.

⁸⁵² Vid. Comunicado de Prensa de la Comisión Europea IP/99/669 de 9 de septiembre de 1999.

⁸⁵³ Vid. Comunicado de Prensa de la Comisión Europea IP/99/749 de 13 de octubre de 1999.

⁸⁵⁴ Vid. Comunicado de Prensa de la Comisión Europea IP/00/296 de 27 de marzo de 2000.

por una parte, que la junta general de Cimpor había rechazado la propuesta de eliminar las limitaciones al ejercicio del derecho de voto, de modo que parecía que la oferta pública de adquisición había quedado sin efecto. Por otra parte, desestimó de nuevo la solicitud de Secilpar (filial de Secil) y de Holderbank de suprimir los derechos especiales, puntualizando que los objetivos de las partes eran, en general, contrarios a los objetivos de la reprivatización. Se subrayaba que las razones de dicha negativa eran: i) el hecho de que la adquisición supondría la retirada de Cimpor del mercado portugués de capitales; ii) la incompatibilidad del proyecto industrial de las solicitantes con las estrategias del Gobierno portugués relativas a la reestructuración del sector; iii) el hecho de que la adquisición impediría la cesión de la participación del Estado portugués en Cimpor en buenas condiciones económicas y financieras, así como iv) que la adquisición implicaría vulnerar el principio de igualdad de trato en la última fase del proceso de privatización de Cimpor.

En esta coyuntura la Comisión adoptó una Decisión⁸⁵⁵ en cuyo artículo 1 se disponía que los intereses que subyacen en la resolución del ministro de Hacienda portugués de 5 de julio de 2000, tal y como fue reformulada el 11 de agosto de 2000, que no han sido notificados a la Comisión, en contra de lo dispuesto en el artículo 21, apartado 3, del Reglamento Comunitario de Concentraciones eran incompatibles con el Derecho comunitario. Portugal recurrió en anulación esa Decisión lo que dio lugar a la Sentencia Portugal/Comisión, C-42/01, EU:C:2004:379. La Sentencia, dictada por el Tribunal de Justicia en pleno, respaldó contundentemente el enfoque de la Comisión.

Desde el punto de vista de la división vertical de competencias, el Tribunal concluyó que el legislador comunitario pretendió establecer una clara distribución de las intervenciones de las autoridades nacionales y comunitarias y que se propuso garantizar el control de las operaciones de concentración en plazos compatibles tanto con las exigencias de una buena administración como con las del tráfico mercantil⁸⁵⁶. En estas condiciones no puede acogerse una interpretación del artículo 21 según la cual, a falta

⁸⁵⁵ Decisión C(2000) 3543 final PT, de 22 de noviembre de 2000, adoptada por la Comisión con arreglo al artículo 21 del Reglamento (CEE) n° 4064/89 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas (Asunto n° COMP/M.2054 – Secil/Holderbank/Cimpor)

⁸⁵⁶ Sentencia Portugal/Comisión, C-42/01, EU:C:2004:379, apartado 53.

de comunicación de los intereses protegidos por las resoluciones, la Comisión no podía adoptar una decisión sobre la compatibilidad de dichos intereses con el Derecho comunitario⁸⁵⁷. En efecto, si, a falta de comunicación del Estado miembro de que se trata, la Comisión sólo pudiera interponer un recurso por incumplimiento, sería imposible obtener una decisión comunitaria en los plazos tan breves previstos por el Reglamento sobre concentraciones y, en consecuencia, sería mayor el riesgo de que dicha decisión recayera una vez que la operación de concentración de dimensión comunitaria hubiera quedado comprometida definitivamente como resultado de las medidas nacionales⁸⁵⁸. Otra interpretación priva de su efecto útil al artículo 21, al ofrecer a los Estados miembros la posibilidad de eludir fácilmente los controles previstos por esta disposición⁸⁵⁹. En consecuencia, para que sea eficaz el control de los intereses públicos distintos de los contemplados en el artículo 21, que dicho artículo confía a la Comisión, es necesario reconocer a esta institución la facultad de adoptar una decisión sobre la compatibilidad de tales intereses con los principios generales y demás disposiciones del Derecho comunitario, con independencia de que los citados intereses le hayan sido comunicados o no⁸⁶⁰.

Por su parte, desde la óptica de la separación horizontal de poderes, el Tribunal de Justicia consideró que no se menoscababan sus competencias en materia de declaración de incumplimientos del Derecho de la Unión. En efecto, dado que, como Comisión, en virtud del artículo 21, apartado 3, párrafo tercero, del Reglamento sobre concentraciones, es competente para adoptar una decisión sobre la compatibilidad con los principios generales y demás disposiciones de Derecho comunitario de los intereses públicos protegidos por un Estado miembro distintos de los enumerados en el párrafo segundo de dicho apartado, aunque el Estado miembro de que se trate no haya comunicado tales intereses, procede concluir que, al adoptar la Decisión impugnada, la Comisión no invadió las competencias del Tribunal de Justicia o de los órganos jurisdiccionales nacionales y, por tanto, no infringió el artículo 21, apartado 1, del Reglamento sobre concentraciones de 1989 ni el actual artículo 19.1 TUE. Tampoco

⁸⁵⁷ Sentencia Portugal/Comisión, C-42/01, EU:C:2004:379, apartado 54.

⁸⁵⁸ Sentencia Portugal/Comisión, C-42/01, EU:C:2004:379, apartado 55.

⁸⁵⁹ Sentencia Portugal/Comisión, C-42/01, EU:C:2004:379, apartado 56.

⁸⁶⁰ Sentencia Portugal/Comisión, C-42/01, EU:C:2004:379, apartado 57.

infringió el actual artículo 258 TFUE ni utilizó un procedimiento inadecuado⁸⁶¹. En este caso, además, el procedimiento ante la Comisión discurrió en paralelo al recurso de incumplimiento C-367/98⁸⁶² en el que el Tribunal había declarado el incumplimiento por la República Portuguesa de las obligaciones que le incumbían en virtud de la libre circulación de capitales, al adoptar y mantener en vigor, entre otras disposiciones, la Ley nº 11/90 y el Decreto-ley nº 380/93 que servían de base a la decisión ministerial⁸⁶³.

Probablemente uno de los casos más complejos, y que más familiar resulta en España, es el que se ha denominado como la “Saga de Endesa”, estudiado con detalle en nuestra doctrina⁸⁶⁴. En palabras de BENYON, la “*Saga de Endesa*”, llamada así ya que comprende muchos episodios, muestra cómo la mentalidad de “campeón nacional” puede implicar tanto el fomento de las fusiones entre las empresas nacionales incumbentes (o tal vez las ex incumbentes), así como el desaliento o la disuasión de la fusiones transfronterizas⁸⁶⁵. En efecto, este caso se refiere a una serie de ofertas de adquisición presentadas sucesivamente para comprar la compañía eléctrica española Endesa. Como hemos indicado anteriormente, este es uno de los casos paradigmáticos en los que la Comisión acudió al recurso coordinado a un procedimiento de infracción y de un procedimiento del artículo 21 del Reglamento Comunitario de Concentraciones con el fin de atajar las medidas de un Estado miembro⁸⁶⁶.

⁸⁶¹ Sentencia Portugal/Comisión, C-42/01, EU:C:2004:379, apartado 60.

⁸⁶² Sentencia Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326.

⁸⁶³ Sentencia Portugal/Comisión, C-42/01, EU:C:2004:379, apartado 25.

⁸⁶⁴ V.g. ARIÑO ORTÍZ, Gaspar; CRUZ FERRER, Juan de la; LÓPEZ DE CASTO GARCÍA-MORATO, Lucía; GUIRADO GALIANA, Rosa; ROVIRA DAUDÍ, M^a José; ESCRIBANO TESAUT, Pedro; y GONZÁLEZ BARRAL, Juan Carlos. *Energía en España y Desafío Europeo. Seguridad, concentración empresarial, competencia, regulación*. Granada: Comares, 2006. Saga de Endesa pág. 324.

⁸⁶⁵ BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 45.

⁸⁶⁶ Así JONES Y DAVIES subrayan que la Comisión ha utilizado este procedimiento en una serie de casos en los que ha adoptado la postura de que un Estado miembro impone obstáculos a una fusión por razones que no están concebidas para proteger los intereses legítimos. Por ejemplo, se aventuró en una (larga) batalla con las autoridades españolas sobre sus acciones en relación con las ofertas competitivas por el operador eléctrico español Endesa. Los antecedentes del caso fueron que la Comisión había autorizado las respectivas ofertas de EON y ENEL/Acciona en el marco del Reglamento Comunitario de Concentraciones (la tercera candidatura apoyada por el Gobierno español de la española Gas Natural

Los hechos, que son de sobra conocidos, comenzaron con la oferta pública de adquisición que Gas Natural lanzó sobre Endesa el 5 de septiembre de 2005. La operación no tenía dimensión comunitaria, por lo que era competencia exclusiva de las autoridades españolas. La oferta fue rechazada por el Consejo de Administración de Endesa, que anunció la adopción de medidas defensivas. El 8 de noviembre de 2005 la Comisión Nacional de la Energía aprueba la operación imponiendo ciertas condiciones⁸⁶⁷. Por su parte, el Tribunal de Defensa de la Competencia emite el 2 de enero de 2006 un dictamen aconsejando al Gobierno que declare improcedente la operación⁸⁶⁸. Finalmente, el Consejo de Ministros autoriza la operación el 3 de febrero, pero imponiendo veinte condiciones en defensa de la competencia⁸⁶⁹.

*no tenía dimensión europea y fue evaluada por las autoridades españolas de competencia). Sin embargo, las autoridades españolas impusieron condiciones a los inversores potenciales con arreglo a una normativa que exigía autorización previa de la transacción a aquellos que adquiriesen una influencia significativa en una empresa activa en un sector regulado. No sólo la Comisión inició un procedimiento contra España en virtud del artículo 21 del Reglamento Comunitario de Concentraciones en relación con las medidas adoptadas en relación con estas propuestas particulares, sino que se abrió un procedimiento de infracción en virtud del artículo 258 del TFUE, en relación con la legislación en la que las autoridades habían confiado (es el C-207/07). JONES, Alison y DAVIES, John. *Merger Control and the Public Interest: Balancing EU and National Law in the Protectionist Debate*. King's College London Law School Research Paper No. 2015-12. Pág. 34.*

⁸⁶⁷ Resolución de la Comisión Nacional de Energía sobre la solicitud de autorización de Gas Natural SDG, S.A. de fecha 11 de octubre de 2005 de segregación en filiales y aportación de las ramas de actividad de transporte secundario y distribución y la solicitud de Gas Natural SDG, S.A. de 7 de septiembre de 2005 de toma de participación en el capital social que resulte de la liquidación de la OPA presentada ante la CNMV. Disponible en http://energia.cnmc.es/cne/doc/publicaciones/cne29_05.pdf.

⁸⁶⁸ Informe del Tribunal de Defensa de la Competencia de 5 de enero de 2006, Expediente de Concentración Económica C94/05 Gas Natural/Endesa. Disponible en <http://www.cnmc.es/desktopmodules/buscadorexpedientes/mostrarfichero.aspx?dueno=1&codigoMetadato=33212>

⁸⁶⁹ Orden EHA/193/2006, de 3 de febrero, por la que se dispone la publicación del Acuerdo de Consejo de Ministros de 3 de febrero de 2006, por el que, conforme a lo dispuesto en la letra b) del artículo 17 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, se decide subordinar a la observancia de condiciones la operación de concentración económica consistente en la toma de control exclusivo de Endesa, S. A. por parte de Gas Natural SDG, S. A. Boletín Oficial del Estado núm. 30, de 04.02.2006, p. 4402/4411.

El 21 de febrero de 2006 la empresa alemana E.ON anuncia una oferta de adquisición. En este caso la operación alcanzaba dimensión comunitaria, por lo que pasaba a ser competencia exclusiva de la Comisión. El 25 de abril de 2006 la Comisión decide no oponerse a la operación notificada y la declara compatible con el mercado común⁸⁷⁰. En el ínterin el Gobierno español aprobó un Real Decreto-Ley⁸⁷¹ modificando las potestades de la denominada función 14ª de la Comisión Nacional de la Energía. En uso de esas atribuciones la Comisión Nacional de la Energía aprueba la operación sometida a una serie de condiciones⁸⁷², sin que España lo notificara a la Comisión.

Ante esta situación la Comisión adoptó dos tipos de medidas. Por un lado, abrió un procedimiento de infracción contra el Reino de España, con objeto de declarar que las disposiciones del apartado 1, párrafo segundo, de la función 14ª de la Comisión Nacional de Energía eran contrarias a la libre circulación de capitales y el derecho de establecimiento⁸⁷³.

Por otro, acordó la incoación de un procedimiento del artículo 21 del Reglamento Comunitario de Concentraciones que declaró que las medidas adoptadas

⁸⁷⁰ Decisión de la Comisión de 25 de abril de 2006, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 4 del Reglamento (CEE) n.º 4064/1980 del Consejo sobre el control de operaciones de concentración entre empresas (Asunto N.º COMP/M.4110 - E.ON/Endesa)

⁸⁷¹ Real Decreto-Ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía; Boletín Oficial del Estado núm. 50, de 28.02.2006, p. 8016/8018

⁸⁷² Resolución de la Comisión Nacional de la Energía de 27 de julio de 2006, sobre la solicitud de E.ON ZWÖLFTE VERWALTUNGS GMBH de fecha 23 de marzo de 2006 consistente en la toma de participación en el capital social de ENDESA que resulte de la liquidación de la oferta pública de adquisición de acciones presentada ante la Comisión Nacional Del Mercado de Valores. Versión pública disponible en http://energia.cnmc.es/cne/doc/publicaciones/CNE_Resolucion_28072006.pdf.

⁸⁷³ El 3 de mayo de 2006 la Comisión anunció la remisión a las autoridades españolas de una carta de emplazamiento (Comunicado de Prensa IP/06/569). El 26 de septiembre de 2006 la Comisión informó de que había remitido un dictamen motivado solicitando la reforma de la ley (Comunicado de Prensa IP/06/1264). El 24 de enero de 2007 se decidió formalizar una demanda de incumplimiento contra España (Comunicado de Prensa IP/07/82). El procedimiento culminó con una estimación de la demanda en la Sentencia Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428.

por la Comisión Nacional de la Energía, que imponen una serie de condiciones a la oferta de E.ON sobre Endesa, infringen el dicho artículo⁸⁷⁴. Posteriormente, en virtud de un recurso de alzada, el Ministro de Industria adoptó el 3 de noviembre de 2006 una resolución que modificaba algunas de las condiciones impuestas por la Comisión Nacional de Energía. La Comisión reiteró su criterio anterior mediante una nueva decisión⁸⁷⁵. Ante la negativa de las autoridades españolas de cumplir esas decisiones, la Comisión abrió un procedimiento de infracción⁸⁷⁶. El Tribunal de Justicia estimó el recurso de la Comisión, sin entrar a evaluar la legalidad de las decisiones por entender que un Estado miembro no puede, si una disposición del Tratado no lo autoriza de forma expresa, invocar eficazmente la ilegalidad de una decisión de la que es

⁸⁷⁴ Decisión de la Comisión de 26 de septiembre de 2006, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 21 del Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo sobre el control de operaciones de concentración entre empresas (Asunto N.º COMP/M.4197 – E.ON/Endesa). En ella la Comisión decidió que España había violado el artículo 21 del Reglamento, debido a la adopción, sin comunicación previa y sin la aprobación de la Comisión, de la decisión del CNE de 27 de julio de 2006, que somete la adquisición de E.ON del control sobre Endesa a una serie de condiciones (primera a decimoséptima y condición decimonovena de esa decisión) que eran contrarios a los artículos 43 y 56 del Tratado CE y, en cuanto a la condición novena se refiere, al artículo 97 del Tratado Euratom. Así mismo, ordenaba a España retirar las condiciones antes del 27 de julio de 2006.

⁸⁷⁵ Decisión de la Comisión de 20 de diciembre de 2006, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 21 del Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo sobre el control de operaciones de concentración entre empresas (Asunto N.º COMP/M.4197 – E.ON/Endesa). En ella la Comisión decidió que España había violado el artículo 21 del Reglamento, en razón de la adopción, sin comunicación previa a la Comisión, ni autorización de ésta, de la decisión del Ministro español de Industria, Turismo y Comercio de 3 de noviembre de 2006, que supedita la adquisición, por parte de E.ON, del control sobre Endesa a una serie de condiciones modificadas (condiciones modificadas primera, décima, undécima y decimoquinta) incompatibles con los artículos 43 y 56 del Tratado CE y, en el caso de la condición undécima modificada, con el artículo 28 del Tratado CE, interfiriendo, por ello, indebidamente en la competencia exclusiva de la Comisión para decidir sobre una concentración de dimensión comunitaria. Así mismo, ordenaba a España retirar las condiciones antes del 19 de enero de 2007.

⁸⁷⁶ El 18 de octubre de 2006 remitió una carta de emplazamiento relativa al incumplimiento de la primera decisión. Tras la resolución del Ministro de Industria, se remitió una carta de emplazamiento complementaria. Tras las respuestas españolas la Comisión remitió al Reino de España el 7 de marzo de 2007 un dictamen motivado instándole a retirar, en un plazo de siete días laborables a partir de su recepción, las condiciones contenidas en las medidas nacionales controvertidas que habían sido declaradas incompatibles con el Derecho comunitario. El 11 de abril la Comisión interpuso un recurso de incumplimiento que culminaría con la Sentencia Comisión/España, C-196/07, EU:C:2008:146.

destinatario como motivo de oposición frente a un recurso por incumplimiento basado en la inobservancia de dicha decisión⁸⁷⁷.

El tercer episodio de la saga de Endesa se abrió el 26 de marzo de 2007 con el anuncio de la italiana ENEL y la española Acciona de una oferta pública de adquisición sobre Endesa. En ejercicio de su competencia exclusiva, la Comisión autorizó la operación mediante Decisión de 5 de julio de 2007⁸⁷⁸. La operación dio lugar a dos resoluciones de la Comisión Nacional de Energía, dictadas al amparo de su función 14ª, de fechas 26 de abril⁸⁷⁹ y 4 de julio de 2007⁸⁸⁰. Ambos actos fueron modificados mediante sendas resoluciones en alzada del Ministro de Industria de 30 de agosto y 19 de octubre de 2007. Ninguna de estas medidas fue notificada a la Comisión, por lo que ésta emitió el 5 de diciembre una Decisión del artículo 21⁸⁸¹. España recurrió en anulación esta decisión, pero finalmente desistió del recurso, que de esta manera fue archivado⁸⁸².

La posición de la Comisión tras los asuntos portugueses y españoles salió completamente reforzada. Así en el caso de las medidas adoptadas por Polonia en el

⁸⁷⁷ Sentencia Comisión/España, C-196/07, EU:C:2008:146, apartado 34.

⁸⁷⁸ Decisión de la Comisión de 5 de julio de 2007, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 4 del Reglamento (CEE) n.º 4064/1980 del Consejo sobre el control de operaciones de concentración entre empresas (Asunto N.º COMP/M.4685 - Enel/ Acciona/ Endesa)

⁸⁷⁹ Resolución de la Comisión Nacional de la Energía de 26 de abril de 2007, sobre la solicitud de autorización Enel Energy Europe, S.R.L., de fecha 1 de marzo de 2007, consistente en la adquisición de una participación en el capital social de Endesa, S.A. hasta un porcentaje que no exija la formulación de una OPA según la legislación aplicable. Versión pública disponible en http://energia.cnmc.es/cne/doc/publicaciones/cne37_07.pdf

⁸⁸⁰ Resolución de la Comisión Nacional de la Energía de 4 de julio de 2007, sobre la solicitud de autorización de Acciona, S.A. y Enel Energy Europe, S.R.L., de fecha 3 de mayo de 2007, para la adquisición de acciones en Endesa, S.A. que resulten de la liquidación de la OPA. Versión pública disponible en http://energia.cnmc.es/cne/doc/publicaciones/cne49_07.pdf

⁸⁸¹ Decisión de la Comisión de 5 de diciembre de 2007, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 21 del Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo sobre el control de operaciones de concentración entre empresas (Asunto n.º COMP/M.4685 – Enel / Acciona / Endesa).

⁸⁸² Auto del Tribunal de Primera Instancia de 1 de junio de 2010, España/Comisión, T-65/08, EU:T:2010:219.

caso de la fusión entre Unicredito y HVB193, bastó con anunciar el inicio de un procedimiento para reconducir la situación⁸⁸³. Lo mismo sucedió en el caso de la actuación de las autoridades italianas en el caso de operación entre Abertis y Autostrade⁸⁸⁴, si bien la fusión no llegó a culminarse.

Desde el punto de vista procedimental, en una primera aproximación, no parece que el artículo 21.4 del Reglamento Comunitario afecte a la soberanía económica de los Estados miembros⁸⁸⁵, más allá de la obligación de comunicación y suspensión de las medidas en el ínterin, así como impedir que los Estados miembros actúen unilateralmente, todo ello en aras de garantizar el efecto útil del Reglamento⁸⁸⁶. Sin embargo, el sistema plasmado en el artículo 21.4 del Reglamento Comunitario de concentraciones tiene una incidencia profunda en el objeto de nuestro estudio. Como han señalado PADRÓS Y COCCILO con referencia a la seguridad energética, en este campo la seguridad pública es uno de los últimos campos en los que los Estados miembros disponen de cierto margen para apartarse de las exigencias del Mercado Interior⁸⁸⁷.

⁸⁸³ Vid. Comunicado de prensa de 8 de marzo de 2006, IP/06/277.

⁸⁸⁴ Vid. Comunicado de prensa de 18 de octubre de 2006, IP/06/1418.

⁸⁸⁵ En este sentido JONES Y DAVIES advierten que *el Artículo 21.4 no parece conferir, por tanto, nuevos derechos a los Estados miembros, sino que articula sus poderes inherentes de imponer, con sujeción al Derecho de la UE, obstáculos a la inversión, o que se sujete a condiciones y requisitos adicionales, sobre la base de motivos interés público. En este caso, sin embargo, las razones de interés público deben ser distintas de las contempladas en el Reglamento Comunitario de Concentraciones.* JONES, Alison y DAVIES, John. *Merger Control and the Public Interest: Balancing EU and National Law in the Protectionist Debate*. King's College London Law School Research Paper No. 2015-12. Pág. 33.

⁸⁸⁶ *Con el fin de impedir que los Estados miembros actúen de manera autónoma en esta área y garantizar el efecto útil del Reglamento Comunitario de Concentraciones y el artículo 21.4, los intereses no reconocidos deben notificarse a la Comisión; por tanto, el procedimiento de notificación y paralización prohíbe a los Estados miembros la aplicación de dichas medidas hasta que la Comisión determine si el interés es legítimo.* JONES, Alison y DAVIES, John. *Merger Control and the Public Interest: Balancing EU and National Law in the Protectionist Debate*. King's College London Law School Research Paper No. 2015-12. Pág. 33.

⁸⁸⁷ *Las fusiones entre empresas de energía y las medidas de intervención pública correspondientes no pertenecen al mercado interior de la energía, sino más bien al mercado del control corporativo, en el que*

Ahora bien, el marco diseñado por el Reglamento Comunitario de Concentraciones tiene unas implicaciones institucionales mucho más relevantes de lo que pudiera pensarse tras un examen superficial. En este sentido resulta sumamente revelador el paralelismo que traza GERARD con el régimen contemplado para las ayudas de Estado contemplado en el artículo 108 TFUE, en la medida en que en ambos casos se exige una comunicación previa a la Comisión y se impide ejecutar las medidas hasta que esta institución se pronuncie⁸⁸⁸.

Ello implica, en primer lugar, que la Comisión haya adoptado un enfoque muy amplio respecto de la obligación de notificar⁸⁸⁹. De este modo, la notificación debe producirse también en caso de que *existan serias dudas sobre si las medidas nacionales que puedan prohibir, someter a condiciones o comprometer una concentración con dimensión comunitaria, se dirigen realmente a proteger un “interés reconocido” o cumplen con los principios de proporcionalidad y no discriminación*⁸⁹⁰.

En segundo término, el procedimiento del artículo 21.4 del Reglamento Comunitario de Concentraciones, diseñado en estas condiciones, altera sustancialmente la eventual posición del Estado miembro ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea⁸⁹¹. Este cambio tiene importantes consecuencias en dos órdenes.

dichas empresas están inmersas. La CE tiene competencia exclusiva sobre las fusiones dentro de la UE en virtud del Reglamento CE/139/2004. Sin embargo, la "seguridad pública" parece ser una de las últimas áreas en las que los Estados miembros de la UE tienen una amplia autoridad y margen para evitar cumplir con los requisitos económicos europeos. PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. *Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law?* Energy Law Journal, vol. 31, 2010. Pág. 37

⁸⁸⁸ GERARD, Damien. *Protectionist Threats against Cross-Border Mergers: Unexplored Avenues to Strengthen the Effectiveness of Article 21 ECMR.* Common Market Law Review, Vol. 45, No. 4, 2008. Págs. 997 y ss.

⁸⁸⁹ GERARD, Damien. *Protectionist Threats against Cross-Border Mergers: Unexplored Avenues to Strengthen the Effectiveness of Article 21 ECMR.* Common Market Law Review, Vol. 45, No. 4, 2008. Pág. 1000.

⁸⁹⁰ Decisión de la Comisión de 26 de septiembre de 2006 en el Asunto M.4197 E.ON/ENDESA, apartado 25; Decisión de 5 de diciembre de 2007 en el asunto ENEL/ACCIONA /ENDESA, apartado 25.

⁸⁹¹ Como advierten JONES Y DAVIES, *un problema particular que se ha producido en una serie de*

Por un lado, la evaluación de la medida nacional es competencia de la Comisión en un procedimiento administrativo y no del Tribunal de Justicia en el marco de un recurso de incumplimiento. Al tratarse del análisis de una situación compleja tiene reconocido un amplio margen de apreciación. En consecuencia, el Estado miembro no sólo debe asumir el papel de demandante, con la consiguiente carga alegatoria y probatoria, sino que además debe enfrentarse con lo las limitaciones que presenta impugnar el margen de apreciación de la Comisión.

Por otro lado, como sucede en sede de ayudas de Estado, en caso de incumplimiento de la decisión los medios de defensa del Estado miembro se encuentran muy limitados. Como hemos dicho más arriba, en el recurso de incumplimiento de la Decisión de la OPA a ENDESA, el Tribunal de Justicia declaró que el sistema de recursos que establece el Tratado distingue entre los recursos de incumplimiento, que tienen por objeto que se declare que un Estado miembro ha incumplido las obligaciones que le incumben, y los recursos de anulación y omisión, cuyo fin es que se controle la

casos es que a pesar de la obligación de notificación y de suspensión hay supuestos en que un Estado miembro ha actuado sin notificar a la Comisión, en circunstancias en que la Comisión considera que las condiciones del artículo 21 (4) no se satisfacen, de manera que los Estados miembros están actuando en violación de esta disposición, el Reglamento Comunitario de Concentraciones y otras normas del Derecho de la Unión. Por tanto, es importante la Sentencia del asunto Portugal/Comisión (C-42/01), en el que el Tribunal de Justicia confirmó la opinión de la Comisión de que, incluso si no hay comunicación por el Estado miembro a la Comisión, la Comisión está facultada para adoptar una decisión en virtud del artículo 21, evaluar si las medidas tomadas por un Estado miembro son compatibles con el artículo 21.4 y requerir a un Estado miembro para que retire las medidas que decida no lo son. Esto significa que la Comisión no está obligada, de inmediato, a recurrir a los procedimientos establecidos en el artículo 258 del TFUE. De lo contrario, los Estados miembros podrían eludir fácilmente el examen de la Comisión al no haber comunicado estas medidas y las medidas nacionales podrían perjudicar irremediabilmente una fusión con dimensión europea. En la práctica, por lo tanto, si la Comisión considera que un Estado miembro ha violado las disposiciones de exclusividad del Reglamento Comunitario de Concentraciones, comunica su visión preliminar al Estado miembro y le da la oportunidad de responder, antes de emitir una decisión del artículo 21. Sólo si un Estado miembro no cumple con esa decisión, la Comisión tendrá que iniciar el procedimiento del artículo 258. JONES, Alison y DAVIES, John. Merger Control and the Public Interest: Balancing EU and National Law in the Protectionist Debate. King's College London Law School Research Paper No. 2015-12. Pág. 33-34.

conformidad a Derecho de los actos o de las omisiones de las instituciones. Estos recursos persiguen objetivos distintos y están sujetos a procedimientos diferentes. Por consiguiente, un Estado miembro no puede, si una disposición del Tratado no lo autoriza de forma expresa, invocar eficazmente la ilegalidad de una decisión de la que es destinatario como motivo de oposición frente a un recurso por incumplimiento basado en la inobservancia de dicha decisión⁸⁹².

En tercer lugar, desde el punto de vista institucional, el procedimiento diseñado en el artículo 21.4 del Reglamento Comunitario de Concentraciones fortalece sustancialmente la posición de la Comisión en detrimento de la del Tribunal de Justicia. La Comisión asume lo que GERARD denomina un “poder extraordinario”, en el que actúa como lo haría el Tribunal a la hora de evaluar las medidas nacionales⁸⁹³. De hecho, como subraya este autor, en un lapso temporal significativamente menor, desarrolla un análisis de compatibilidad con el Mercado Interior esencialmente idéntico al Tribunal de Justicia⁸⁹⁴.

⁸⁹² Sentencia Comisión/España, C-196/07, EU:C:2008:146, apartado 34.

⁸⁹³ *El artículo 21 (4) del Reglamento Comunitario de Concentraciones dota a la Comisión de un poder extraordinario, el de vetar la legalidad de las medidas adoptadas por los Estados miembros contra los "principios generales y otros principios del Derecho comunitario". La Comisión actúa prácticamente como lo haría el Tribunal de Justicia en un procedimiento promovido en virtud del artículo 226 CE alegando una infracción del Derecho comunitario. Los procedimientos de infracción requieren una carta de emplazamiento y un dictamen motivado antes de que el asunto se lleve al Tribunal de Justicia, que suele tardar más de un año en dictar su sentencia definitiva. Las empresas apenas pueden acomodarse con tanto tiempo en un contexto transaccional. En cambio, un procedimiento del artículo 21 puede conducir a una decisión de la Comisión en cuestión de 3 a 6 meses. Así, en efecto, el artículo 21 (4) del Reglamento de es un complemento de vía rápida al artículo 226 CE, ejercitable sólo en el marco de control de concentraciones, justificado por la necesidad de crear herramientas "compatibles tanto con las exigencias de buena administración como con las de la vida comercial". GERARD, Damien. *Protectionist Threats against Cross-Border Mergers: Unexplored Avenues to Strengthen the Effectiveness of Article 21 ECMR*. Common Market Law Review, Vol. 45, No. 4, 2008. Pág. 1015.*

⁸⁹⁴ [...] *el punto de partida en la evaluación sustantiva de la Comisión en virtud del artículo 21 del Reglamento de Concentraciones es invariablemente que las transacciones transfronterizas de dimensión comunitaria conllevan - por definición - el ejercicio de la libertad de establecimiento y la libre circulación de capitales, protegidas por los artículos 43 y 56 CE. Por lo tanto, la Comisión lleva a cabo típicamente un análisis de "Mercado Interior" de las medidas de los Estados miembros que*

Por tanto, puede sostenerse fundadamente que el artículo 21 del Reglamento Comunitario de Concentraciones afecta y condiciona de manera decisiva la soberanía económica de los Estados miembros. La Comisión ha coordinado su actuación en este tipo de procedimientos con los recursos de incumplimiento para poder atajar las medidas de los Estados miembros que, a su juicio, comprometían el Mercado Interior. De la práctica se deduce que la Comisión ha recurrido al recurso de incumplimiento para atacar las medidas de índole legislativa, mientras que ha reservado el procedimiento del artículo 21 del Reglamento Comunitario de Concentraciones a las medidas concretas. En varios casos incluso estos procedimientos se han desarrollado en paralelo⁸⁹⁵, como sucediera en el caso de la OPA a Endesa.

supuestamente "interfieren" con las transacciones transfronterizas en tres etapas, de la siguiente manera: (i) si la medida equivale a un obstáculo para el comercio; (ii) si dicho obstáculo puede estar justificado por "razones imperiosas de interés general"; y (iii) si esa justificación es proporcionada y no discriminatoria. Por ello, la Comisión se ocupa de las restricciones públicas que se producen en el contexto de control de concentraciones a través del prisma de "acceso al mercado" .GERARD, Damien. Protectionist Threats against Cross-Border Mergers: Unexplored Avenues to Strengthen the Effectiveness of Article 21 ECMR. Common Market Law Review, Vol. 45, No. 4, 2008. Pág. 1016.

⁸⁹⁵ En este sentido, es sumamente reveladora la valoración de BENYON cuando advierte que *algunas de las medidas más claras, normalmente legislativas, adoptadas con este fin han sido rechazadas por las sentencias [...] relativas a los procedimientos de infracción. Medidas menos claras, e incluso la ausencia de medidas (!), se están atajando de manera más rápida y de este modo más efectiva por las disposiciones del artículo 21 del Reglamento de concentraciones -a menudo en paralelo con procedimientos de infracción- como se verá en los párrafos siguientes.* BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon.* Hart Publishing. Oxford: 2010. Pág. 42-43.

3.6.- El test de proporcionalidad.

El principio de proporcionalidad es la clave para determinar hasta dónde alcanza la soberanía económica de los Estados miembros y, de este modo, delimitar los poderes de las autoridades nacionales por razones de seguridad económica nacional. Así se desprende tanto de los casos de la acción de oro como de los del Reglamento Comunitario de Concentraciones.

Como indicamos anteriormente, a falta de armonización por parte de la Unión, los Estados miembros conservan su soberanía para determinar el nivel de protección que desean imponer para garantizar los intereses legítimos que recoge el Tratado o las exigencias imperiosas de interés general que reconoce el Tribunal. De acuerdo con la jurisprudencia, a falta de esta armonización comunitaria, corresponde en principio a los Estados miembros decidir en qué nivel pretenden asegurar la protección de tales intereses legítimos y de qué manera debe alcanzarse este nivel. Ahora bien, sólo pueden hacerlo dentro de los límites trazados por el Tratado y, en concreto, respetando el principio de proporcionalidad, que exige que las medidas adoptadas sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que pretenden lograr y no vayan más allá de lo necesario para alcanzarlo⁸⁹⁶.

De manera reiterada el Tribunal ha señalado que la libre circulación de capitales, como principio fundamental del Tratado, sólo puede limitarse mediante una normativa nacional si ésta se halla justificada por razones contempladas en el artículo 65 del Tratado o por razones imperiosas de interés general que se apliquen a cualquier persona o empresa que ejerza una actividad en el territorio del Estado miembro de acogida. Además, para que pueda justificarse de esta manera, la normativa nacional en cuestión debe ser adecuada para garantizar la realización del objetivo que persigue y no ir más allá de lo necesario para alcanzarlo, a fin de respetar el criterio de proporcionalidad⁸⁹⁷.

⁸⁹⁶ Sentencias Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 33; Comisión/Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623, apartado 73; Federconsumatori y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752, apartado 40; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 45; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 42.

⁸⁹⁷ Sentencias Sanz de Lera y otros, C-163/94, C-165/94 y C-250/94, EU:C:1995:451, apartado 23; Église

De ahí que BUSTILLO SAINZ señale que *lo que se ventila analizando el principio de proporcionalidad es determinar hasta dónde debe llegar el poder de decisión del legislador nacional, hasta dónde el poder de decisión a través del TJCE. Parece recomendable un espacio de apreciación para las decisiones de política económica del legislador nacional, pero el peso de los motivos de justificación se eleva con la intensidad del ataque. En defecto de normativa comunitaria corresponde en principio a cada EEMM determinar en su territorio las exigencias destinadas a garantizar la seguridad pública con arreglo a su propia escala de valores, pero siempre que puedan conciliarse con las exigencias igualmente fundamentales de las libertades comunitarias, conforme a la interpretación restrictiva que exige la valoración de una excepción a un principio fundamental del Tratado. Si según la jurisprudencia comunitaria el alcance de estos conceptos no puede determinarse unilateralmente por los EEMM, es necesario conciliar los intereses nacionales con los comunitarios de acuerdo con la prudencia que muestra el TJCE al exigir que concurra una "amenaza real" o efectivamente existente y "suficientemente grave" y que afecte "a un interés fundamental de la sociedad"*⁸⁹⁸.

El principio de proporcionalidad es una categoría esencial en la teoría de las libertades fundamentales. Sin embargo, el Tribunal de Justicia en cada asunto suele ofrecer una imagen fragmentaria del mismo, que no permite aprehender el alcance del principio en su plenitud. En este ejercicio son sumamente ilustrativas las conclusiones que presentó el Abogado General MADURO en el asunto Ahokainen y Leppik⁸⁹⁹. Aunque se refieran a un asunto relativo a la libre circulación de mercancías, las

de scientologie , C-54/99, EU:C:2000:124, apartado 18; Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326, apartado 49; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 45; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 45; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 68; Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350, apartado 38.

⁸⁹⁸ BUSTILLO SAIZ, María del Mar. *Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro: (segunda parte)*. Revista de derecho mercantil, Nº 260, 2006. Pág. 495-496.

⁸⁹⁹ Conclusiones presentadas por el Abogado General MADURO en el asunto C-434/04, Ahokainen y Leppik, EU:C:2006:462.

consideraciones que realiza el Abogado General tienen una vocación de generalidad. En nuestra investigación se han revelado como un instrumento especialmente idóneo, sobre todo para obtener una visión de conjunto de cómo el Tribunal aplica el principio de proporcionalidad en las restricciones a la inversión extranjera.

Señala el Abogado General que *el principio de proporcionalidad implica que se tengan en cuenta los costes y los beneficios de una medida aprobada por un Estado miembro a la luz de los distintos intereses que las normas de Derecho comunitario consideran dignas de protección. Una vez que una medida nacional resulta en principio prohibida, corresponde al Estado miembro demostrar que el beneficio de tal medida para el interés público reconocido por el Derecho de la Unión supera el coste derivado de la restricción impuesta a la libertad de circulación. Por consiguiente, se debe demostrar que los beneficios de la restricción para el interés que persigue justifican el coste que impone a la libre circulación en el Mercado Interior. [...] Sin embargo, en lugar de verificar inmediatamente la apreciación global del Estado miembro en cuanto al coste y a los beneficios pertinentes, al analizar la proporcionalidad de una medida aprobada por un Estado miembro, en la práctica, el Tribunal de Justicia aplica uno o más de entre tres criterios*⁹⁰⁰.

Para empezar, MADURO precisa que *el primero es un criterio de adecuación: la medida controvertida debe realmente ayudar a alcanzar el objetivo perseguido. [...] La cuestión que debe dilucidarse al aplicar el criterio de adecuación consiste en determinar si de alguna forma la medida resulta beneficiosa para los intereses legítimos que invoca el Estado miembro. De no ser así, la medida viola, de por sí, el principio de proporcionalidad*⁹⁰¹.

A continuación, el Abogado General MADURO señala que *el segundo criterio se refiere a la necesidad de la medida. Para decirlo con mayor precisión, se refiere a si es realista la posibilidad de dictar una medida alternativa que proteja los intereses legítimos del Estado miembro con la misma eficacia, pero que sea menos restrictiva de*

⁹⁰⁰ Conclusiones presentadas por el Abogado General MADURO en el asunto C-434/04, Ahokainen y Leppik, EU:C:2006:462, apartado 23.

⁹⁰¹ Conclusiones presentadas por el Abogado General MADURO en el asunto C-434/04, Ahokainen y Leppik, EU:C:2006:462, apartado 24.

la libertad de circulación. En otros términos, ¿podría el Estado miembro, destinando una cantidad similar de sus recursos a una medida alternativa, conseguir el mismo resultado afectando en menor medida al comercio intracomunitario? [...] No cabe duda de que si un Estado miembro puede demostrar que la adopción de la medida alternativa tendría un efecto perjudicial para otros intereses legítimos (por ejemplo, para los derechos fundamentales) entonces ello debería tomarse en consideración. Sin embargo, es evidente que el hecho de no optar por una alternativa menos restrictiva implica la violación del principio de proporcionalidad⁹⁰².

Concluye el Abogado General MADURO que *la doctrina se refiere a menudo al tercer criterio como «proporcionalidad stricto sensu».* Este aspecto de la apreciación de proporcionalidad puede condensarse en la siguiente regla: *cuanto mayor sea el perjuicio causado al principio de libre circulación de mercancías, mayor debe ser la importancia de satisfacer el interés público que invoca el Estado miembro. Por consiguiente, el Estado miembro debe demostrar que el grado de protección que decide dispensar a sus intereses legítimos está en proporción con la obstrucción que de ello se derive para el comercio intracomunitario. La diferencia con el segundo criterio consiste en que, como consecuencia del tercer criterio, puede exigirse a un Estado miembro adoptar una medida menos restrictiva del comercio intracomunitario, aunque ello suponga un grado de protección más reducido de sus intereses legítimos. Según este criterio, el Tribunal de Justicia normalmente reconoce al Estado miembro una cierta discrecionalidad en la elección del grado de protección deseado que debe dispensarse al interés público de que se trate. Por lo tanto, diferentes Estados miembros pueden valorar de distinta forma los intereses legítimos que consideran dignos de protección. Sólo en los ámbitos en los que el Derecho comunitario ya establece claramente un nivel común de protección del interés legítimo objeto de examen, el Tribunal de Justicia aplica el criterio de un modo menos riguroso. En tales casos, los Estados miembros tienen que realizar un mayor esfuerzo al pretender justificar medidas restrictivas de la libre circulación. [...] Sin embargo, la mayoría de las sentencias del Tribunal de Justicia se centran en los criterios primero y segundo⁹⁰³.*

⁹⁰² Conclusiones presentadas por el Abogado General MADURO en el asunto C-434/04, Ahokainen y Leppik, EU:C:2006:462, apartado 25.

⁹⁰³ Conclusiones presentadas por el Abogado General MADURO en el asunto C-434/04, Ahokainen y

Más recientemente, en el asunto *The Scotch Whisky Association*, el Abogado General BOT, resume esta doctrina señalando que *pese a que, con frecuencia, los términos empleados usualmente por el Tribunal de Justicia parecen aplicarse únicamente a dos etapas diferentes del control de proporcionalidad, el enfoque seguido para determinar si una medida nacional es proporcionada suele desglosarse en tres etapas sucesivas. La primera etapa, que consiste en una prueba de aptitud o adecuación, persigue verificar que el acto adoptado es idóneo para la consecución del objetivo que se pretende. La segunda etapa, relativa a la prueba de necesidad, a veces también denominada «prueba del obstáculo mínimo», consiste en comparar la medida nacional controvertida con las soluciones alternativas que permitirían alcanzar el mismo objetivo que el que prevé la primera, pero aportando menores restricciones a los intercambios. En la tercera etapa, que consiste en una prueba de proporcionalidad en sentido estricto, se ponderan los intereses en juego. Más concretamente, se relaciona, por una parte, la gravedad del perjuicio que la medida nacional ocasiona a la libertad de que se trate y, por otra, la aportación que podría suponer esta medida para la protección del objetivo perseguido*⁹⁰⁴.

Si, como venimos sosteniendo, los casos de la acción de oro constituyen una referencia para analizar las restricciones a la inversión extranjera, la prueba más evidente es la forma en la que aplican el principio de proporcionalidad. En efecto, la práctica totalidad de los regímenes de la acción de oro fueron rechazados por desproporcionados. El único que ha pasado el test de proporcionalidad para el Tribunal es el caso de la acción de oro belga⁹⁰⁵. Por lo tanto, el test contenido en los apartados 49 a 52 de esa Sentencia es la referencia imprescindible para poder determinar cómo se aplica este test en la materia que nos ocupa.

De hecho, posteriormente el Tribunal de Justicia ha venido señalando que como se desprende de los apartados 49 a 52 de la sentencia *Comisión/Bélgica*, el sistema de

Leppik, EU:C:2006:462, apartado 26.

⁹⁰⁴ Conclusiones presentadas por el Abogado General BOT en el asunto *The Scotch Whisky Association*, C-333/14, EU:C:2015:527, apartados 73 a 76.

⁹⁰⁵ Sentencia *Comisión/Bélgica*, C-503/99, EU:C:2002:328, apartados 49 a 52.

que se trataba en dicho asunto era, en primer lugar, un sistema de oposición a posteriori, menos restrictivo que un régimen de autorización previa. Además, tal sistema se caracterizaba por el hecho de que se enumeraban taxativamente los activos estratégicos afectados y las decisiones de gestión que podían cuestionarse de forma puntual. Por último, la intervención de la autoridad administrativa quedaba estrictamente limitada a los casos en que peligraran los objetivos de la política energética. Las decisiones adoptadas en este contexto debían estar formalmente motivadas y estaban sujetas a un control jurisdiccional efectivo⁹⁰⁶.

Por tanto, el test de proporcionalidad en el asunto Comisión/Bélgica decansaba precisamente en tres etapas. En primer lugar, el Tribunal señala que el sistema controvertido es un sistema de veto. Reposa sobre el principio del respeto de la autonomía de decisión de la empresa, dependiendo el control que el ministro de tutela puede ejercer en cada caso particular de una iniciativa de las autoridades gubernamentales. En dicho marco, no se exige ninguna aprobación previa. Además, se imponen a las autoridades públicas plazos estrictos para ejercer el mencionado derecho de veto⁹⁰⁷.

A continuación, el Tribunal señala que el sistema se limita a ciertas decisiones que afectan a los activos estratégicos de las mencionadas sociedades, en particular a las redes energéticas, así como a decisiones de gestión específicas relativas a tales activos, que pueden cuestionarse puntualmente⁹⁰⁸.

Finalmente, el Tribunal recuerda que las intervenciones del ministro previstas en la norma belga sólo pueden producirse en el supuesto de que peligren los objetivos de política energética. Además, como el Gobierno belga indicó en sus escritos y en la vista, sin que la Comisión discutiera este punto, dichas intervenciones deben ser motivadas formalmente y pueden ser objeto de un control jurisdiccional efectivo⁹⁰⁹.

⁹⁰⁶ Sentencia Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 78; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 81.

⁹⁰⁷ Sentencia Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 49.

⁹⁰⁸ Sentencia Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 50.

⁹⁰⁹ Sentencia Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328, apartado 51.

A la vista de estos parámetros, ciertos autores han querido ver en el caso de las acciones de oro un test de proporcionalidad distinto al que, con carácter general, se aplica en sede de libertades fundamentales. De la misma manera otros autores han cuestionado las diferencias entre el caso belga y los demás, tanto en cuanto a su objeto⁹¹⁰ como a su funcionamiento⁹¹¹. No obstante, como veremos, la diferencia con el test ordinario es más aparente que real, ya que los tres criterios de la Sentencia Comisión/Bélgica no son más que una concreción al caso particular de las categorías generales.

El primer criterio era el relativo al sistema de veto, que en principio es menos restrictivo que un régimen de autorización previa. Se trata por un tanto de un criterio de necesidad, en la medida en que versa sobre la posibilidad de dictar una medida alternativa que proteja los intereses legítimos con la misma eficacia, pero que sea menos restrictiva de la libertad de circulación. En efecto, de manera reiterada el Tribunal de Justicia ha señalado que un régimen de autorización administrativa debe ser proporcionado respecto al fin perseguido, de forma que no pueda alcanzarse el mismo objetivo con medidas menos restrictivas, en particular, mediante un sistema de declaraciones a posteriori⁹¹².

⁹¹⁰ Así PADRÓS Y COCCIOLO destacan que *la única diferencia notable entre la norma belga y la función decimocuarta de la CNE radica en el hecho de que el primero cubre sólo la disposición (cesión, prenda o transferencia) de los activos relacionados con la energía, mientras que el segundo se refiere a los intereses o bienes de propiedad. No obstante, el Tribunal de Justicia no considera que esto sea una razón de fondo a favor de la norma belga.* PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. *Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law?* Energy Law Journal, vol. 31, 2010. Pág. 46

⁹¹¹ Según estos mismo autores, *es difícil diferenciar entre un régimen de oposición a posteriori, que establece la suspensión de los efectos de los actos o acuerdos antes de la expiración del plazo fijado, y un régimen de autorización previa que se anticipa un silencio positivo después del plazo señalado.* PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. *Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law?* Energy Law Journal, vol. 31, 2010. Pág. 47

⁹¹² Sentencias de Sanz de Lera y otros, C-163/94, C-165/94 y C-250/94, EU:C:1995:451, apartados 23 a 28; Konle, C-302/97, EU:C:1999:271, apartado 44; Analir y otros, C-205/99, EU:C:2001:107 apartado 35; Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326, apartado 50; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 46; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 69; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 48.

De la misma manera, el Tribunal ha considerado que el régimen de autorización previa es desproporcionado toda vez que la imposición de obligaciones positivas a las empresas del sector en cuestión permite, en principio, alcanzar el objetivo perseguido, es decir, la seguridad del abastecimiento energético, menoscabando en menor medida la libre circulación de capitales⁹¹³. Así mismo, con relación a la suspensión de los derechos de voto, la imposición de obligaciones positivas a las empresas del sector energético permitiría alcanzar el objetivo perseguido ocasionando un perjuicio menor a la libre circulación de capitales⁹¹⁴.

El segundo criterio se refería a que el sistema se caracterizaba por el hecho de que se enumeraban taxativamente los activos estratégicos afectados y las decisiones de gestión que podían cuestionarse de forma puntual. En consecuencia, se trataba de una prueba de aptitud o adecuación, al objeto de verificar que el acto adoptado es idóneo para la consecución del objetivo que se pretende. En el asunto Comisión/Italia el Tribunal recordó que el respeto del principio de proporcionalidad exige, en primer lugar, que las medidas adoptadas sean adecuadas para alcanzar los objetivos perseguidos⁹¹⁵.

Ya en el asunto *Église de scientologie*, el Tribunal había precisado que el orden público y la seguridad pública sólo pueden invocarse en caso de que exista una amenaza real y suficientemente grave que afecte a un interés fundamental de la sociedad⁹¹⁶. Por ello, cuando los criterios se refieren al ejercicio de los derechos de oposición, su aplicación no es adecuada para alcanzar los objetivos perseguidos en caso de ausencia de un vínculo entre los mencionados criterios y derechos⁹¹⁷.

Ello implica que no pueda aceptarse que el régimen en cuestión produzca sus efectos aun antes de que la sociedad haya adoptado un acuerdo, es decir, sin que se haya demostrado la existencia de un riesgo, siquiera potencial, de perjudicar la seguridad del

⁹¹³ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 73.

⁹¹⁴ Sentencia Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 47.

⁹¹⁵ Sentencia Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 46.

⁹¹⁶ Sentencia *Église de scientologie*, C-54/99, EU:C:2000:124, apartado 17.

⁹¹⁷ Sentencia Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 47.

abastecimiento de energía⁹¹⁸. De igual manera es preciso que en el momento de la concesión de la autorización puedan concretarse todas las hipótesis de amenazas reales y suficientemente graves para la seguridad del suministro de energía y que tales hipótesis puedan ser tenidas en cuenta⁹¹⁹.

En consonancia con lo anterior, la mera adquisición de una participación en el capital o de activos no puede, en principio, considerarse en sí misma como una amenaza real y suficientemente grave para la seguridad del suministro de energía⁹²⁰. Incluso, no puede considerarse que la mera adquisición de una participación que se eleve a más de un 10 % del capital social de una sociedad que opere en el sector de la energía o cualquier otra adquisición que confiera una influencia significativa sobre dicha sociedad constituya, por sí misma, una amenaza real y suficientemente grave para la seguridad del aprovisionamiento⁹²¹. Es más, para el Tribunal de Justicia el carácter público del inversor, por sí solo, no parece constituir un peligro para el abastecimiento de energía de un Estado miembro⁹²².

En cuanto al tipo de acuerdos respecto a los que se limiten los derechos políticos no se admite que se aplique un régimen a todos los acuerdos que den lugar a una votación de los accionistas y no sólo a los que puedan poner en riesgo de manera puntual el objetivo expresado en la Ley⁹²³.

Respecto a los activos objeto del régimen de control, la referencia a los acuerdos en la medida en que «puedan amenazar la prestación de servicios en sectores que revistan una importancia estratégica» o que versen sobre «la afectación de los elementos estratégicos del activo de las empresas mencionadas y de las redes e infraestructuras de base necesarias para la vida económica y social del país, y para su seguridad»,

⁹¹⁸ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado .

⁹¹⁹ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado .

⁹²⁰ Sentencia Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 51.

⁹²¹ Sentencia Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 48; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 69.

⁹²² Sentencia Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 43.

⁹²³ Sentencias Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 43; y Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 72.

difícilmente puede considerarse que sea una enumeración específica de los activos estratégicos afectados⁹²⁴.

Con arreglo al tercer criterio, la intervención de la autoridad administrativa quedaba estrictamente limitada a los casos en que peligraran los objetivos de la política energética. Las decisiones adoptadas en este contexto debían estar formalmente motivadas y estaban sujetas a un control jurisdiccional efectivo. Se trata en suma de un criterio de proporcionalidad en sentido estricto, en la medida en que versa sobre la ponderación de los intereses en juego. Se trata de verificar que el grado de protección que decide dispensar a sus intereses legítimos está en proporción con la obstrucción que de ello se derive para el comercio intracomunitario, relacionando por una parte, la gravedad del perjuicio que la medida nacional ocasiona a la libertad de que se trate y, por otra, la aportación que podría suponer esta medida para la protección del objetivo perseguido.

Según la jurisprudencia el régimen en cuestión debe basarse en criterios objetivos, no discriminatorios y conocidos de antemano por las empresas interesadas y cualquier persona afectada por una medida restrictiva de este tipo debe poder disponer de un medio de impugnación jurisdiccional⁹²⁵.

Aun cuando no se trate de un régimen de autorización previa, sino de un régimen de veto a posteriori, el ejercicio de dicho derecho debe estar sometido a condiciones que limiten el poder discrecional de las autoridades nacionales. En caso contrario, el régimen iría manifiestamente más allá de lo que resulta necesario para alcanzar un objetivo de interés general, como el de prevenir cualquier deterioro del abastecimiento mínimo de productos petrolíferos en caso de amenaza real⁹²⁶.

⁹²⁴ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 84.

⁹²⁵ Sentencias Analir y otros, C-205/99, EU:C:2001:107 apartado 38; Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326, apartado 50; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 46; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 69; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 48; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 71; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 74.

⁹²⁶ Sentencia Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 52; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 64; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 82.

Si no se indica en modo alguno a los inversores interesados las circunstancias específicas y objetivas en que se concederá o denegará una autorización previa, tal indeterminación no permite que los particulares conozcan el alcance de los derechos y obligaciones que se derivan de la libre circulación de capitales, por lo que debe considerarse que dicho régimen es contrario al principio de seguridad jurídica⁹²⁷.

Un poder discrecional sin límites respecto a las circunstancias específicas y objetivas en que se concederá o denegará una autorización previa es tan amplio que constituye una grave vulneración de la libre circulación de capitales y que, de esta manera puede conducir a la exclusión de esta última. Un régimen de estas características va manifiestamente más allá de lo que resulta necesario para alcanzar el objetivo invocado, sea el abastecimiento de productos petrolíferos y de electricidad, sea la prestación de servicios de telecomunicaciones⁹²⁸.

En resumen, los poderes de intervención de un Estado miembro como los derechos de oposición cuyas condiciones de ejercicio determinan los criterios controvertidos, que no se hallan sujetos a ninguna condición, a excepción de una referencia a la protección de los intereses nacionales formulada de manera general y sin que se precisen las circunstancias específicas y objetivas en las que deben ejercerse esos derechos, constituyen una grave vulneración de la libre circulación de capitales⁹²⁹.

Aunque los criterios en cuestión se refieren a diferentes tipos de intereses generales, si éstos están formulados de manera general e imprecisa y resulta la ausencia de un vínculo entre esos criterios y los derechos especiales a los que se refieren, aumenta la incertidumbre que rodea a las circunstancias en las que pueden ejercerse esos derechos especiales y confiere un carácter discrecional a tales derechos, habida

⁹²⁷ Sentencias *Église de scientologie*, C-54/99, EU:C:2000:124, apartados 21 y 21; *Comisión/Francia*, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 50; *Comisión/España*, C-463/00, EU:C:2003:272, apartados 74 y 75.

⁹²⁸ Sentencia *Comisión/Francia*, C-483/99, EU:C:2002:327, apartado 51; *Comisión/España*, C-463/00, EU:C:2003:272, apartado 76.

⁹²⁹ Sentencia *Comisión/Italia*, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 51; *Comisión/Portugal*, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 91; *Comisión/Portugal*, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 89.

cuenta del margen de apreciación del que disponen las autoridades nacionales para ejercerlos. Dicho margen de apreciación es desproporcionado en relación con los objetivos perseguidos⁹³⁰.

En particular, en el caso de la Función 14ª de la Comisión Nacional de la Energía, el Tribunal consideró que este régimen de autorización previa es desproporcionado en relación con el objetivo perseguido. En efecto, dicho régimen no limita la facultad de la CNE de denegar o someter a determinadas condiciones una autorización de adquisición de una participación en una empresa que realice actividades reguladas en el sector energético o de los activos precisos para desarrollar dichas actividades únicamente a la finalidad de garantizar el objetivo de la seguridad del suministro de energía, sino que concede a este órgano la capacidad de tomar igualmente en consideración los objetivos de la política energética, que no están necesariamente relacionados con la seguridad del suministro de energía. Por tanto, la función 14ª modificada otorga a la CNE una facultad discrecional excesivamente amplia, que va más allá de lo necesario para alcanzar el objetivo de garantizar el suministro mínimo de energía que invocaba el Reino de España⁹³¹.

En el caso de la acción de oro holandesa, el Tribunal declaró, por una parte, que los derechos especiales del Estado neerlandés en TPG no se limitan a las actividades de ésta como empresa que presta el servicio postal universal. Por otra parte, el ejercicio de tales derechos especiales no se basa en ningún criterio preciso y no debe motivarse, lo que imposibilitaba por completo el control jurisdiccional efectivo⁹³².

En conclusión, el principio de proporcionalidad es la clave en la delimitación de la soberanía económica de los Estados de miembros a la hora de adoptar medidas restrictivas por razones de seguridad. Es un elemento esencial para evitar que se introduzcan elementos que desequilibren el Mercado Interior como instrumento de

⁹³⁰ Sentencia Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 52; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412, apartado 77; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 92; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 90; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 75.

⁹³¹ Sentencia Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 55.

⁹³² Sentencia Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608, apartado 40.

integración y se generen tensiones geoconómicas de tinte proteccionista. A pesar de ello, tanto la doctrina como los propios órganos nacionales no suelen prestar atención a este elemento a la hora de evaluar y diseñar medidas nacionales. Sería por ello necesario que desde España se tuviesen en cuenta estos elementos para evitar las condenas que, hasta ahora, han tenido las medidas que se han adoptado.

3.7.- La inversión extranjera procedente de terceros países.

Hasta ahora, ha estado latente en nuestro examen la cuestión de la inversión extranjera procedente de terceros estados. Adoptar como método de trabajo la referencia de la libre circulación de capitales, la única libertad fundamental reconocida en el contexto extracomunitario, nos aboca a este problema. Precisamente, éste es uno de los aspectos más criticados de la jurisprudencia de la acción de oro. En esta línea, el profesor TORRENT no duda en argumentar a este respecto que se desdibuja a la Comunidad como actor político en el plano internacional, por las repercusiones negativas de la jurisprudencia «golden share» en el ámbito de las relaciones con terceros países⁹³³. De manera singular, este autor subraya que *en efecto, todo parece muy bonito y muy procomunitario cuando nos limitamos a examinar una inversión extranjera directa procedente del Estado Miembro A en el Estado Miembro B (una OPA de Électricité de France, de EON o de ENEL sobre ENDESA, por ejemplo). Pero, ¿resulta el argumento tan procomunitario si examinamos una posible OPA de GAZPROM, gigante empresarial ruso del sector de la energía controlado por el Gobierno ruso, sobre ENDESA y/o EON y/o ENEL y/o Électricité de France, si fuera privatizada (o sobre todas ellas)?*⁹³⁴

Basta con acudir al Derecho Originario para apreciar que el alcance de la libre circulación de capitales con respecto a terceros Estados no es idéntico que el que tiene en el Mercado Interior. En primer lugar, con respecto a aquellos el artículo 64 TFUE permite que se mantengan o adopten restricciones diferentes. El apartado primero, contiene una cláusula “stand-still” o de consolidación respecto de las restricciones existentes en los Estados miembros antes de la liberalización; el apartado segundo faculta al Consejo y al Parlamento a través del procedimiento legislativo ordinario, es decir, a la Unión para que puedan establecer restricciones que afecten a la libre circulación de capitales hacia y desde los países terceros; el apartado tercero en fin

⁹³³ TORRENT, Ramón. *Derecho comunitario e Inversiones extranjeras directas: Libre circulación de capitales vs. Regulación no discriminatoria del establecimiento. De la golden share a los nuevos open skies*. Revista española de derecho europeo, N°. 22, 2007. Pág. 308.

⁹³⁴ TORRENT, Ramón. *Derecho comunitario e Inversiones extranjeras directas: Libre circulación de capitales vs. Regulación no discriminatoria del establecimiento. De la golden share a los nuevos open skies*. Revista española de derecho europeo, N°. 22, 2007. Pág. 308.

puntualiza que sólo el Consejo, con arreglo a un procedimiento legislativo especial, por unanimidad y previa consulta al Parlamento Europeo, puede establecer medidas que supongan un retroceso de la liberalización de los movimientos de capitales con destino a terceros países o procedentes de ellos.

Es más, el artículo 65, apartado 4 TFUE prevé que, *“a falta de medidas de aplicación del apartado 3 del artículo 64, la Comisión o, a falta de una decisión de la Comisión dentro de un período de tres meses a partir de la solicitud del Estado miembro interesado, el Consejo, podrá adoptar una decisión que declare que las medidas fiscales restrictivas adoptadas por un Estado miembro con respecto a uno o varios terceros países deben considerarse compatibles con los Tratados en la medida en que las justifique uno de los objetivos de la Unión y sean compatibles con el correcto funcionamiento del Mercado Interior. El Consejo se pronunciará por unanimidad a instancia de un Estado miembro”*⁹³⁵.

En segundo lugar, el artículo 66 TFUE contiene una cláusula de salvaguardia respecto de los movimientos de capitales con terceros países. A tenor del mismo *“cuando en circunstancias excepcionales los movimientos de capitales con destino a terceros países o procedentes de ellos causen, o amenacen causar, dificultades graves para el funcionamiento de la unión económica y monetaria, el Consejo, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Banco Central Europeo, podrá adoptar respecto a terceros países, por un plazo que no sea superior a seis meses, las medidas de*

⁹³⁵ Como puntualiza HINOJOSA, *este párrafo se introdujo precipitadamente en el último momento de la negociación del Tratado constitucional y se mantuvo posteriormente en la reforma del Tratado de Lisboa. Su redacción responde al deseo de algunos EEMM de evitar que el efecto erga omnes de la libre circulación de capitales les obligase a extender a los países terceros determinados beneficios fiscales que fueron diseñados para fomentar el ahorro nacional o para incentivar la inversión en determinados activos, tras haber ampliado ya su ámbito de aplicación al resto de los inversores del Espacio Económico Europeo. En la medida en que las disposiciones tributarias constituyen uno de los principales condicionantes de los movimientos de capital, este mecanismo alberga un importante potencial restrictivo si se consigue la connivencia de la Comisión, y se configura como una importante excepción a la muy estricta redacción del artículo 64.3 TFUE. El hecho de que al párrafo cuarto del artículo 65 no le sean aplicables las limitaciones del párrafo tercero del mismo artículo (la prohibición de las discriminaciones arbitrarias o restricciones encubiertas) abre la puerta a una vuelta atrás en la liberalización de los movimientos de capital extracomunitarios.* HINOJOSA (2009). Pág. 603-604.

salvaguardia estrictamente necesarias”.

En tercer término, debe aludirse al régimen de sanciones contenido en el artículo 215 TFUE. De acuerdo con el mismo, cuando una decisión adoptada en el ámbito de la Política Exterior y de Seguridad Común prevea la interrupción o la reducción, total o parcial, de las relaciones económicas y financieras con uno o varios terceros países, el Consejo adoptará por mayoría cualificada, a propuesta conjunta del Alto Representante de la Unión para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad y de la Comisión, las medidas necesarias. Informará de ello al Parlamento Europeo. Adicionalmente, el apartado segundo precisa que, cuando una decisión en el ámbito de la Política Exterior y de Seguridad Común así lo prevea, el Consejo podrá adoptar por el procedimiento establecido en el apartado 1 medidas restrictivas contra personas físicas o jurídicas, grupos o entidades no estatales.

En las conclusiones que presentó en el asunto Comisión/Italia, el Abogado General RUIZ-JARABO destacaba que el recurso interpuesto por la Comisión contra la República Italiana concernía, muy especialmente, a la toma de participaciones de cierta relevancia por inversores de países extracomunitarios en compañías que operan en sectores considerados estratégicos o de servicio público, provocando en ocasiones el recelo de los Gobiernos europeos⁹³⁶. Recordaba como se ha aducido, incluso, que la idea central de la legislación en materia de «golden shares» gira en torno a las condiciones en las que las entidades no europeas pueden disfrutar de los privilegios derivados de la propiedad de empresas en los sectores más sensibles, desechándose soluciones como la reciprocidad y optando por los pactos que introduzcan acciones de oro en los estatutos, con el beneplácito de la mayoría accionarial⁹³⁷.

Retomando los casos de la acción de oro, al analizar la aplicación de la libertad de establecimiento o la libre circulación de capitales en el caso Comisión/Italia, C-326/07, el Abogado General señalaba que en la norma italiana subyacía, aunque no fuera el único móvil, el deseo de frenar que las empresas de los sectores estratégicos

⁹³⁶ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 89.

⁹³⁷ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 90.

caigan en manos de grupos financieros extracomunitarios de solvencia dudosa, que persiguieran, tal vez, objetivos inconciliables con la política de los Estados miembros⁹³⁸. En ese contexto, el Abogado General RUIZ-JARABO insistió en su criterio de que el ámbito natural e idóneo para evaluar las restricciones que se encubren bajo el denominativo «acciones de oro» es el de la libertad de establecimiento, pues el Estado miembro encausado suele aspirar a controlar, utilizando facultades de intervención en la estructura accionarial, la formación de la voluntad social de las entidades privatizadas (incidiendo en la configuración del accionariado o en actos concretos de administración), extremo que pocas concomitancias guarda con el libre flujo de capitales⁹³⁹.

Continuaba señalando que tales facultades pueden afectar al derecho de libre establecimiento, haciéndolo menos interesante, tanto de modo directo, cuando versan sobre el acceso al capital social, como indirecto, cuando reducen su atractivo, al disminuir la capacidad de disposición o de gestión de los órganos sociales. En contra de lo que venía acordando el Tribunal de Justicia, insistió en que el obstáculo a la libertad de circulación de capitales resultante reviste carácter subsidiario, no necesario. Recordó que ya había señalado que esa aseveración es cierta para las medidas que influyen en la composición del accionariado, pero lo es aún más para las que limitan la adopción de acuerdos sociales (cambio de objeto de la empresa o enajenación de activos, por ejemplo), como las impugnadas en el caso de autos, tornándose hipotético o muy tenue el vínculo con la libre circulación de capitales⁹⁴⁰.

A su juicio, la distinción adquiere una relevancia práctica de primer orden si se tiene en cuenta que la libre circulación de capitales no sólo rige entre los Estados miembros, sino también entre estos últimos y los países terceros. Se colige así que, aunque una medida como el veto a una decisión de disolución de una compañía en un sector estratégico se declare incompatible con el derecho de establecimiento, sería

⁹³⁸ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 50.

⁹³⁹ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 44.

⁹⁴⁰ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 45.

oponible a los accionistas de países terceros⁹⁴¹. En cambio, a pesar del carácter accesorio del movimiento de dinero procedente de países terceros imprescindible para adquirir la cantidad de títulos valores que permiten controlar la gestión del negocio, considerar tal poder exorbitante contrario a la libre circulación de capitales dejaría el camino expedito a esos mismos accionistas extracomunitarios para llevar a cabo el acto de disolución, en detrimento de los intereses del Estado miembro en la continuidad de la prestación del servicio público que la empresa facilitaba⁹⁴².

No negaba que haya ciertas medidas susceptibles de ser apreciadas con los parámetros de las dos libertades fundamentales en liza; únicamente quería llamar la atención sobre el hecho de que hay otro patrón de derechos especiales, cuya intrínseca conexión con la administración de las empresas debilita tanto su vínculo con la libre circulación de capitales que dictaminar su nulidad abocaría a una concepción excesivamente amplia de la libre circulación de capitales⁹⁴³. En definitiva, abogaba por una mayor concisión de los ámbitos de aplicación respectivos de las dos libertades fundamentales, que colisiona con la vis atractiva de la libre circulación de capitales inducida por la jurisprudencia del Tribunal de Justicia.⁹⁴⁴ En esta línea, el Abogado General proponía distinguir entre aquellos supuestos que se referían a la adquisición del capital y los que versaban sobre las decisiones estructurales para la vida de la empresa. Los primeros recaerían en el ámbito de la libre circulación de capitales, mientras que los segundos se subsumirían en el derecho de establecimiento⁹⁴⁵.

Ahora bien, esa distinción no tenía a su juicio trascendencia práctica, pues con independencia de cuál fuera la libertad aplicable, en todo caso la norma italiana era

⁹⁴¹ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 46.

⁹⁴² Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 46.

⁹⁴³ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 48.

⁹⁴⁴ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 49.

⁹⁴⁵ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 91-92.

desproporcionada. En efecto, el Abogado General indicaba que, de todas formas, no vale la pena ahondar en la incardinación de las medidas, pues no es su validez la que está en entredicho, sino la de los criterios de su ejercicio con arreglo al Decreto impugnado. Quería, simplemente, reiterar su pleno convencimiento de que hay que adscribir este tipo de actuaciones de los órganos sociales al entorno de la libertad de establecimiento y no al de la circulación de capitales, cuya relevancia no consta, ni siquiera cuando haya una supuesta fuerza disuasoria de los fondos extranjeros, por lo tenue de su relación⁹⁴⁶.

Las reflexiones del Abogado General RUIZ-JARABO sobre los problemas asociados a la libertad aplicable son acertadas, pero insuficientes. A nuestro juicio, la cuestión no puede plantearse simplemente en clave de determinar la libertad aplicable. Ciertamente, la relación entre las dos libertades es complementaria. Ahora bien, si la restricción, en cuanto que afecta a una libertad está justificada, es en todo caso conforme con el Tratado. Por tanto, no puede haber antinomia de soluciones. Una interpretación armónica exige entender que si una restricción está justificada en el ámbito intracomunitario, con mayor motivo lo está en el contexto de terceros países que no forman parte de ese Mercado Interior.

Ahora bien, el hecho de que la restricción no esté justificada desde el punto de vista del Mercado Interior, no implica necesariamente que la restricción sea inadmisibles respecto a terceros países. No hay que olvidar que la libre circulación de capitales forma parte del Mercado Interior, el cual tiene una finalidad axiológica clara desde la Declaración Schuman y que no es la misma que motivó el reconocimiento de la libre circulación de capitales frente a terceros países. Como advierten RODRÍGUEZ y PADRÓS, *cuestión distinta podría ser la posible entrada de capital público de terceros países, especialmente en sectores sensibles, pues el Mercado Interior surge precisamente para dotar de fuerza a Europa frente a otras potencias económicas, respecto de las que la feroz competencia en el mercado global sólo es posible a través de economías de escala y eficiencia económica, primando el interés de la Comunidad en su conjunto, sobre los individuales de las partes (los Estados miembros concretos),*

⁹⁴⁶ Conclusiones del Abogado General RUIZ- JARABO en el asunto Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2008:611, apartado 82.

*siempre que se salvaguarden niveles homogéneos de bienestar y desarrollo*⁹⁴⁷.

Como hemos indicado anteriormente, aunque no se puede negar que las sentencias de la acción de oro han desempeñado un papel decisivo, nos ofrecen una imagen fragmentaria del problema. De la misma manera, hemos advertido que en este ejercicio es un instrumento especialmente útil la jurisprudencia que en materia de fiscalidad directa ha dictado el mismo Tribunal, fundamentalmente en materia de tributación de dividendos.

Basta con observar con cierta perspectiva la jurisprudencia de la acción de oro para advertir la relación entre esta materia y la fiscalidad, puesto que el Tribunal acude a los razonamientos que ya había elaborado en esta última. La relación es lógica en la medida en que, al igual que sucede con la regulación de sectores estratégicos, la fiscalidad constituye una manifestación de la soberanía económica estatal. Como señala una reiterada jurisprudencia, si bien la fiscalidad directa es competencia de los Estados miembros, éstos deben ejercer tal competencia respetando el Derecho de la Unión⁹⁴⁸. Ello explica que, aunque la fiscalidad directa continúa siendo competencia estatal, no es menos cierto que ha sido fuente de múltiples conflictos con el Mercado Interior.

⁹⁴⁷ RODRÍGUEZ MÍGUEZ, José Antonio y PADRÓS I REIG, Carlos. *Las acciones de oro, el Derecho de sociedades y el Mercado interior. Reflexiones a propósito de la STJCE sobre la Ley Volkswagen*. Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia, Nº 8, 2009. Pág. 75.

⁹⁴⁸ Sentencias Schumacker, C-279/93, EU:C:1995:31, apartado 21; Wielockx, C-80/94, EU:C:1995:271, apartado 16; Verkooijen, C-35/98, EU:C:2000:294, apartado 32; y Barbier, C-364/01, EU:C:2003:665, apartado 56; Manninen, C-319/02, EU:C:2004:213, apartado 19; Comisión/Francia, C-334/02, EU:C:2004:129, apartado 21; Meilicke y otros, C-292/04, EU:C:2007:132, apartado 19; Holböck, C-157/05, EU:C:2007:297, apartado 21; ELISA, C-451/05, EU:C:2007:594, apartado 68; Comisión/Grecia, C-155/09, EU:C:2011:22, apartado 39; Comisión/Austria, C-10/10, EU:C:2011:399, apartado 23; Comisión/Bélgica, C-250/08, EU:C:2011:793, apartado 33; Établissements Rimbaud, C-72/09, EU:C:2010:645, apartado 23; Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, C-157/10, EU:C:2011:813, apartado 28; Tankreeder I, C-287/10, EU:C:2010:827, apartado 14; Waypoint Aviation, C-9/11, ECLI:EU:C:2011:658, apartado 19; A, C-48/11, EU:C:2012:485, apartado 16; Santander Asset Management SGIIC, C-338/11 a C-347/11, EU:C:2012:286, apartado 14; Comisión/Bélgica, C-387/11, EU:C:2012:670, apartado 36; Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 38; Comisión/Bélgica, C-296/12, EU:C:2014:24, apartado 27.

El Tribunal de Justicia a partir de la Sentencia *Test Claimants in the FII Group Litigation II*⁹⁴⁹ ha modificado sustancialmente sus criterios para determinar la libertad aplicable a las normativas nacionales relativas al tratamiento fiscal de los dividendos en lo que se refiere específicamente a las situaciones extracomunitarias. Este enfoque, que ha sido seguido posteriormente en las Sentencias *Kronos*⁹⁵⁰ y *Emerging Markets*⁹⁵¹, resulta sumamente útil para clarificar los criterios del Tribunal respecto de la relación entre la inversión transfronteriza y las libertades fundamentales del Mercado Interior. Esta línea jurisprudencia es sumamente esclarecedora de la relación entre la inversión extranjera y la libre circulación de capitales.

La posición del Tribunal de Justicia es objeto de un resumen muy ilustrativo en las conclusiones que presentó el Abogado General CRUZ VILLALÓN en el asunto *Kronos*⁹⁵². Hasta la sentencia *Test Claimants in the FII Group Litigation II*, la libertad aplicable al tratamiento fiscal de los dividendos debía determinarse teniendo en cuenta a la vez el objeto de la normativa nacional controvertida (criterio jurídico) y la situación de hecho examinada (criterio fáctico).

El criterio jurídico supone que, para saber si una normativa nacional se inscribe en el ámbito de una u otra de las libertades de circulación, de una jurisprudencia consolidada se desprende que procede tomar en consideración el objeto de la legislación de que se trate⁹⁵³. En particular, está comprendida en el ámbito de aplicación de la

⁹⁴⁹ Sentencia *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707.

⁹⁵⁰ Sentencia *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200.

⁹⁵¹ Sentencia *Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company*, C-190/12, EU:C:2014:249

⁹⁵² Conclusiones del Abogado General CRUZ VILLALÓN en el asunto *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2013:729, apartados 35-44.

⁹⁵³ Sentencias *Cadbury Schweppes* y *Cadbury Schweppes Overseas*, C-196/04, EU:C:2006:544, apartados 31 a 33; *Fidium Finanz*, C-452/04, EU:C:2006:631, apartados 34 y 44 a 49; *Test Claimants in Class IV of the ACT Group Litigation*, C-374/04, EU:C:2006:773, apartados 37 y 38; *Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation*, C-524/04, EU:C:2007:161, apartados 26 a 34; *Holböck*, C-157/05, EU:C:2007:297, apartado 22; *Comisión/Italia*, C-326/07, EU:C:2009:193, apartado 33; *Comisión/España*, C-207/07, EU:C:2008:428, apartado 35; *Comisión/Portugal*, C-543/08, EU:C:2010:669, apartado 40; *Haribo Lakritzen Hans Riegel Österreichische Salinen*, C-436/08 y C-

libertad de establecimiento una normativa nacional destinada a aplicarse únicamente a las participaciones que permitan ejercer una influencia efectiva en las decisiones de la sociedad y determinar las actividades de ésta⁹⁵⁴. En cambio, las disposiciones nacionales aplicables a participaciones adquiridas con el único objetivo de realizar una inversión de capital sin intención de influir en la gestión y en el control de la empresa deben examinarse exclusivamente en relación con la libre circulación de capitales⁹⁵⁵.

Ahora bien, como señala el Abogado General, si la normativa nacional se aplicaba con independencia de la cuantía de la participación poseída, es decir, indistintamente a las participaciones de control y a las participaciones de cartera, entonces no era posible determinar, basándose únicamente en su objeto, si pertenecía de forma preponderante al ámbito de una u otra libertad, debiendo recurrirse al criterio fáctico⁹⁵⁶. En efecto, enfrentado a una legislación nacional cuyo objeto no permite determinar si está comprendida de modo preponderante en el artículo 49 TFUE o en el artículo 63 TFUE, el Tribunal de Justicia tiene declarado que, siempre y cuando la legislación nacional se refiera a dividendos que tengan su origen en un Estado miembro, es preciso tener en cuenta los elementos fácticos del caso concreto para determinar si la situación contemplada en el litigio principal está comprendida en el ámbito de aplicación de una u otra de dichas disposiciones⁹⁵⁷.

437/08, EU:C:2011:61, apartado 34; Accor, C-310/09, EU:C:2011:581, apartado 31; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 41; Test Claimants in the FII Group Litigation, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 90; Kronos International, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 30 y Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 25.

⁹⁵⁴ Sentencias Test Claimants in the FII Group Litigation, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 91; y Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 26.

⁹⁵⁵ Sentencias Haribo Lakritzen Hans Riegel y Österreichische Salinen, C-436/08 y C-437/08, EU:C:2011:61, apartado 35; Accor, C-310/09, EU:C:2011:581, apartado 32; Scheunemann, C-31/11, EU:C:2012:481, apartado 23; Test Claimants in the FII Group Litigation, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 92; Kronos International, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 32; y Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 28.

⁹⁵⁶ Conclusiones del Abogado General CRUZ VILLALÓN en el asunto Kronos International, C-47/12, EU:C:2013:729, apartado 38.

⁹⁵⁷ Sentencias Test Claimants in the FII Group Litigation, C-446/04, EU:C:2006:774, apartados 37 y 38; Burda, C-284/06, EU:C:2008:365, apartados 71 y 72; SGI, C-311/08, EU:C:2010:26, apartados 33 a 37; Test Claimants in the FII Group Litigation, C-35/11 EU:C:2012:707, apartados 93 y 94; Beker,

En cambio, en lo que se refiere al tratamiento fiscal de dividendos que tienen su origen en un tercer Estado, el Tribunal de Justicia ha declarado que el examen del objeto de una legislación nacional basta para apreciar si el tratamiento fiscal de dividendos originarios de un tercer país está comprendido en el ámbito de aplicación de las disposiciones del TFUE relativas a la libre circulación de capitales, puesto que una legislación relativa al tratamiento fiscal de dividendos originarios de terceros países no puede estar comprendida en el ámbito de aplicación del artículo 49 TFUE⁹⁵⁸.

Cuando del objeto de tal legislación nacional se desprende que ésta se destina a aplicarse únicamente a las participaciones que permitan ejercer una influencia real en las decisiones de la sociedad de que se trate y determinar las actividades de ésta, no pueden invocarse ni el artículo 49 TFUE ni el artículo 63 TFUE⁹⁵⁹.

Una normativa nacional relativa al tratamiento fiscal de dividendos de un tercer país, que no sea aplicable exclusivamente a las situaciones en las que la sociedad matriz ejerce una influencia determinante en la sociedad que reparte los dividendos, debe apreciarse a la luz del artículo 63 TFUE. Por lo tanto, una sociedad residente en un Estado miembro, con independencia de la magnitud de la participación que posea en la sociedad que reparte dividendos establecida en un tercer país, puede invocar dicha disposición para cuestionar la legalidad de tal normativa⁹⁶⁰.

C-168/11, EU:C:2013:117, apartados 27 y 28; Bouanich, C-375/12, EU:C:2014:138, apartado 30; y Kronos International, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 37.

⁹⁵⁸ Sentencias Holböck, C-157/05, EU:C:2007:297, apartado 28; Fidium Finanz, C-452/04, EU:C:2006:631, apartado 25; Scheunemann, C-31/11, ECLI:EU:C:2012:481, apartado 33; Test Claimants in the FII Group Litigation, C-35/11, EU:C:2012:707, apartados 96 y 97; y Kronos International, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 38.

⁹⁵⁹ Sentencia Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation, C-524/04, ECLI:EU:C:2007:161, apartados 33, 34, 101 y 102; y Test Claimants in the FII Group Litigation, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 98.

⁹⁶⁰ Sentencias A, C-101/05, EU:C:2007:804, apartados 11 y 27; y Test Claimants in the FII Group Litigation, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 99.

Así pues, el Tribunal de Justicia ha declarado que una sociedad residente en un Estado miembro y titular de una participación en una sociedad residente en un tercer país que le confiere una influencia efectiva en las decisiones de esta última sociedad y le permite determinar sus actividades, puede invocar el artículo 63 TFUE para cuestionar la conformidad con este artículo de una legislación del referido Estado miembro relativa al tratamiento fiscal de dividendos originarios de dicho tercer país, cuando tal legislación no es aplicable exclusivamente a situaciones en las que la sociedad matriz ejerce una influencia determinante en la sociedad que distribuye los dividendos⁹⁶¹.

De lo anterior se deduce que, cuando la legislación nacional relativa al tratamiento de los dividendos no sea de aplicación exclusiva a situaciones en las que la sociedad matriz ejerce una influencia determinante en la sociedad que distribuye los dividendos, deberá tenerse en cuenta la importancia de la participación que ostenta la sociedad beneficiaria de los dividendos en la sociedad que los distribuye, siempre y cuando en el asunto se puedan invocar tanto el artículo 49 TFUE como el artículo 63 TFUE y la importancia de dicha participación permita determinar si la situación de la que se ocupa la norma está comprendida en una u otra de las libertades consagradas, respectivamente, por ambas disposiciones del Derecho de la Unión⁹⁶².

Cuando, habida cuenta de la localización en un tercer Estado de la sociedad que distribuye los dividendos, sólo quepa invocar la libre circulación de capitales frente a la legislación nacional relativa al tratamiento de los dividendos distribuidos por dicha sociedad, no se tendrá en cuenta la importancia de las participaciones que ostente en la sociedad que los distribuye. Efectivamente, una sociedad residente en un Estado miembro, con independencia de la magnitud de la participación que posea en la sociedad que distribuye dividendos y que está establecida en un tercer país, puede invocar el artículo 63 TFUE para cuestionar la legalidad de tal normativa⁹⁶³. El referido razonamiento será asimismo de aplicación, por analogía, cuando, en función de los límites del ámbito personal de aplicación de la libertad de establecimiento, sólo se

⁹⁶¹ Sentencias *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 104 y *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 39.

⁹⁶² Sentencias *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 40.

⁹⁶³ Sentencias *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707, apartados 99 y 104; *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 41.

pueda invocar la libre circulación de capitales⁹⁶⁴.

Ahora bien, dado que el Tratado no amplía la libertad de establecimiento a los terceros países, es necesario evitar que la interpretación del artículo 63 TFUE, apartado 1, por lo que se refiere a las relaciones con los terceros países, permita que operadores económicos que excedan los límites del ámbito de aplicación territorial de la libertad de establecimiento extraigan provecho de ésta. Tal riesgo no existe en una situación en la que la legislación del Estado miembro de que se trata no contempla los requisitos de acceso al mercado de una sociedad de este Estado miembro en un tercer país o de una sociedad de un tercer país en dicho Estado miembro. Sólo se refiere al tratamiento fiscal de dividendos derivados de inversiones que el beneficiario de aquéllos efectuó en una sociedad establecida en un tercer país⁹⁶⁵.

Por tanto, un primer criterio para evitar una interpretación excesiva del Tratado se sitúa en el ámbito de la libertad aplicable. Consiste en atender al denominado criterio jurídico. Cuando la legislación nacional tenga por objeto regular el acceso al mercado, la cuestión debe examinarse a la luz de la libertad de establecimiento y no de la libre circulación de capitales. Por ello, la inversión procedente de un tercer Estado no puede invocar la protección de la libre circulación de capitales.

El segundo criterio que diferencia al inversor situado en un tercer Estado versa sobre la aplicación del criterio de proporcionalidad. En este caso la referencia vuelve a ser la fiscalidad directa y la manera en que ha interpretado el principio de proporcionalidad en las restricciones fiscales el Tribunal de Justicia. En efecto, con relación al principio de proporcionalidad el Tribunal ha declarado que la jurisprudencia relativa a las restricciones al ejercicio de las libertades de circulación dentro de la Unión no puede aplicarse íntegramente a los movimientos de capitales entre los Estados miembros y los países terceros, puesto que tales movimientos se inscriben en un contexto jurídico distinto⁹⁶⁶. Además, el marco de cooperación entre las autoridades

⁹⁶⁴ Sentencia *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartado 42.

⁹⁶⁵ Sentencia *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707, apartado 100; y *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200, apartados 53 y 54.

⁹⁶⁶ Sentencias *A*, C-101/05, EU:C:2007:804, apartado 60; *Comisión/Italia*, C-540/07, EU:C:2009:717,

competentes de los Estados miembros establecido por el Derecho de la Unión no existe en las relaciones entre aquéllas y las autoridades competentes de un Estado tercero que no haya contraído ningún compromiso de asistencia mutua⁹⁶⁷. De ello se deduce que, cuando la normativa de un Estado miembro supedita la concesión de una ventaja fiscal a requisitos cuya observancia sólo puede ser comprobada recabando información de las autoridades competentes de un país tercero, este Estado miembro está facultado, en principio, para denegar dicha ventaja si resulta imposible obtener dichas informaciones del país tercero, debido, especialmente, a la inexistencia de una obligación convencional de dicho país de proporcionar la información⁹⁶⁸. En tales circunstancias, una restricción puede considerarse justificada frente a un Estado parte del Acuerdo EEE por las razones imperiosas de interés general relativas a la lucha contra el fraude fiscal y la necesidad de preservar la eficacia de los controles fiscales, y adecuada para garantizar la consecución del objetivo de que se trata sin ir más allá de lo necesario para tal fin⁹⁶⁹.

El test de proporcionalidad en esa tesitura implica que el Tribunal nacional debe examinar si existen obligaciones convencionales con el tercer estado que establezcan un marco jurídico común de cooperación y mecanismos de intercambio de información entre las autoridades nacionales interesadas, que puedan efectivamente permitir que las autoridades tributarias comprueben, en su caso, la información facilitada por los

apartado 69; *Établissements Rimbaud*, C-72/09, EU:C:2010:645, apartado 40; *Haribo Lakritzen Hans Riegel y Österreichische Salinen*, C-436/08 y C-437/08, EU:C:2011:61, apartado 65; *Comisión/Portugal*, C-267/09, EU:C:2011:273, apartado 54; *Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company*, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 82; y *Comisión/España*, C-127/12, EU:C:2014:2130, apartado 82.

⁹⁶⁷ Sentencias *A*, C-101/05, EU:C:2007:804, apartado 61; *Comisión/Italia*, C-540/07, EU:C:2009:717, apartado 70; *Établissements Rimbaud*, C-72/09, EU:C:2010:645, apartado 41; *Haribo Lakritzen Hans Riegel y Österreichische Salinen*, C-436/08 y C-437/08, EU:C:2011:61, apartado 66; *Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company*, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 83; y *Comisión/España*, C-127/12, EU:C:2014:2130, apartado 82.

⁹⁶⁸ Sentencias *A*, C-101/05, EU:C:2007:804, apartado 63; *Établissements Rimbaud*, C-72/09, EU:C:2010:645, apartado 44; *Haribo Lakritzen Hans Riegel y Österreichische Salinen*, C-436/08 y C-437/08, EU:C:2011:61, apartado 67; *Comisión/España*, C-127/12, EU:C:2014:2130, apartado 82; *Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company*, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 83; y *Comisión/España*, C-127/12, EU:C:2014:2130, apartado 82.

⁹⁶⁹ Sentencias *Comisión/Italia*, C-540/07, EU:C:2009:717, apartado 72; *Établissements Rimbaud*, C-72/09, EU:C:2010:645, apartado 51

contribuyentes radicados en un tercer Estado inherente a los requisitos relativos a la creación y el ejercicio de sus actividades, con el fin de determinar que operan en un marco normativo equivalente al de la Unión⁹⁷⁰.

Por tanto, desde el punto de vista de las restricciones que se pueden imponer, las inversiones extranjeras procedentes de terceros Estados presentan diferencias sustanciales respecto de las de los Estados miembros en dos ámbitos: el de las libertades aplicables y el del principio de proporcionalidad. Nuestro enfoque queda corroborado si acudimos al Derecho derivado, en particular en materia energética⁹⁷¹. Como acertadamente ha advertido GÓMEZ-FERRER RINCÓN, *en esta línea se ha posicionado la nueva Directiva 2009/72/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre normas comunes para el Mercado Interior de la electricidad y por la que se deroga la Directiva 2003/54/CE, donde se contiene un procedimiento que permite a los Estados miembros proteger la seguridad del suministro cuando la red de transporte o un gestor de la red de transporte quede bajo el control de una o varias personas de uno o más terceros países*⁹⁷². En el mismo sentido, *cfr. el artículo 11 de la Directiva 2009/73/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio, sobre normas comunes para el Mercado Interior del gas natural y por la que se deroga la Directiva 2003/55/CE*⁹⁷³.

Algún autor ha querido ver en esta regulación una contradicción con la

⁹⁷⁰ Sentencia Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company, C-190/12, EU:C:2014:249, apartado 88.

⁹⁷¹ Cfr. Considerando 25º y artículo 11 de la Directiva 2009/72/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre normas comunes para el mercado interior de la electricidad y por la que se deroga la Directiva 2003/54/CE; DO L 211 de 14.8.2009, p. 55/93.

En la misma línea, Considerandos 22º, 35º y 37º y artículo 11 de la Directiva 2009/73/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre normas comunes para el mercado interior del gas natural y por la que se deroga la Directiva 2003/55/CE; DO L 211 de 14.8.2009, p. 94/136.

⁹⁷² GÓMEZ-FERRER RINCÓN, Rafael. *La protección de los intereses nacionales en el sector energético*. Revista de administración pública, Nº 180, 2009. Pág. 182.

⁹⁷³ GÓMEZ-FERRER RINCÓN, Rafael. *La protección de los intereses nacionales en el sector energético*. Revista de administración pública, Nº 180, 2009. Pág. 183.

jurisprudencia del Tribunal de Justicia en materia de la acción de oro⁹⁷⁴. Sin embargo, trasladar al ámbito de nuestro estudio el enfoque del Tribunal en materia de fiscalidad permite salvar ese escollo y, además, garantizar que el Mercado Interior no quede desprotegido por acciones exteriores dirigidas a comprometerlo⁹⁷⁵.

⁹⁷⁴ *El paquete energético propuesto también contiene normas destinadas a la realización de inversiones y la creación de empresas de terceros países contingentes sobre el cumplimiento de las cláusulas de reciprocidad entre las normas con el país de origen y los de la Unión Europea. En otras palabras, se trata de "mecanismos anti-Gazprom", dirigidos a anticiparse a las acciones predatorias de las empresas no europeas que pretenden beneficiarse de un mercado europeo liberalizado. Esta regulación importante y oportuna ha creado perplejidad entre algunos observadores porque, en efecto, la CE, en el intento de garantizar la seguridad del suministro y la liberalización de los mercados nacionales, se ha valido de argumentos de los Estados miembros destinados a la defensa de los derechos y poderes especiales. Uno se pregunta si de este modo el principio de reciprocidad y diversos mecanismos de "acción de oro" deben ser condenados (como la Comisión Europea y el Tribunal Europeo de Justicia han hecho) o elogiado (dentro de ciertos límites), al menos mientras que un verdadero mercado interior de la energía no ha sido plenamente alcanzado.* PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law? Energy Law Journal, vol. 31, 2010. Pág. 39

⁹⁷⁵ Como advirtieron SIEGRIST, LAVALLE Y GARGALLO en uno de los primeros estudios sobre la acción de oro publicados en nuestro país: *Un problema añadido lo componen las posturas respecto de este tema de países terceros. En EEUU, por ejemplo, una ley autoriza al Estado a utilizar la acción de oro en cualquier empresa de alta tecnología, especialmente en el espacio y la defensa. Las filiales que estas empresas no comunitarias han constituido en el mercado único son, a todos los efectos, empresas comunitarias, aunque gobernadas desde el exterior, y tendrían plena capacidad para adquirir importantes empresas privatizadas europeas en caso de que los gobiernos nacionales no pudiesen vetar tales operaciones mediante el ejercicio de una acción de oro o un mecanismo similar, lo que dejaría muchos de los principales grupos empresariales europeos a merced de las grandes multinacionales americanas o asiáticas. Esto supondría un grave riesgo para la economía europea, especialmente si se considera que las empresas privatizadas operan, fundamentalmente, en sectores estratégicos de las economías de los Estados miembros.* SIEGRIST RIDRUEJO, Pablo; GARGALLO GONZÁLEZ, Emilia; y LAVALLE MERCHÁN, Jesús. *La acción de oro o El problema de las privatizaciones en un mercado único.* Madrid: Centro de Política de la Competencia del Instituto de Estudios Europeos, 2003. Pág. 8.

De ahí que concluyeran que *Un último problema que ha de ser resuelto respecto de la adecuación al Derecho comunitario de las normativas nacionales que prevean acciones específicas es el que se refiere a la libre circulación de capitales entre Estados miembros de la Unión y países terceros. Tal vez sería conveniente plantear la posibilidad de creación de un régimen que permita la operatividad de las acciones de oro cuando restrinjan la entrada de empresas no comunitarias, siempre respetando, eso sí, el principio de reciprocidad y los acuerdos firmados en el marco de la OMC.* SIEGRIST RIDRUEJO,

Pablo; GARGALLO GONZÁLEZ, Emilia; y LAVALLE MERCHÁN, Jesús. *La acción de oro o El problema de las privatizaciones en un mercado único*. Madrid: Centro de Política de la Competencia del Instituto de Estudios Europeos, 2003. Pág. 42.

4.- La participación de los Estados en la Economía Financiera.

4.1.- Los Estados como inversores: los llamados fondos soberanos de inversión.

La evolución de la jurisprudencia de la acción de oro es un mero reflejo de los cambios que se han producido en los últimos veinte años en el mercado de capitales. A este respecto, al hilo de las inversiones procedentes de terceros Estados, no deja de llamar la atención que los Estados miembros de la Unión Europea hayan invocado los riesgos inherentes a los denominados fondos soberanos de inversión⁹⁷⁶.

Así, en el asunto Comisión/Portugal relativo a las acciones especiales sobre EDP, el gobierno portugués alegó las preocupaciones relativas a determinadas inversiones realizadas especialmente por los fondos soberanos o aquellos eventualmente vinculados a organizaciones terroristas en empresas de sectores estratégicos, que constituyen una amenaza para el abastecimiento energético⁹⁷⁷. Por su parte, en el asunto Comisión/Grecia que versaba sobre la autorización previa a la adquisición de derechos de voto que representan más del 20 % del capital social de determinadas “sociedades anónimas estratégicas”, advirtió que el objetivo de ese régimen es principalmente controlar las adquisiciones hostiles de carácter especulativo por fondos soberanos establecidos en países terceros⁹⁷⁸.

De hecho, PADRÓS y COCCIOLO no han dudado en subrayar las limitaciones de la jurisprudencia de la acción de oro para afrontar este fenómeno. No en vano, la intervención de inversores públicos procedentes de terceros Estados en el Mercado Interior puede introducir perturbaciones en este mecanismo de integración⁹⁷⁹.

⁹⁷⁶ En inglés Sovereign Wealth Funds.

⁹⁷⁷ Sentencia Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 84.

⁹⁷⁸ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 26.

⁹⁷⁹ Acertadamente, estos autores advierten que *la doctrina de la Comisión y del TJCE está centrada en el*

Ciertamente, autores como SLAWOTSKY no dudan en afirmar, con cierto toque alarmista, que *los fondos soberanos son los nuevos amos del orden financiero de la economía global*⁹⁸⁰. Ahora bien, sin caer en sensacionalismos, debemos admitir como hacen EPSTEIN Y ROSE que *no cabe duda de que los fondos soberanos se han convertido en unos nuevos e importantes actores en los mercados mundiales de capital*⁹⁸¹.

En efecto, uno de los fenómenos que se ha destacado en la literatura respecto al proceso de globalización financiera es la proliferación de los llamados fondos soberanos de inversión. Existe un consenso generalizado en la doctrina en atribuir la autoría del término fondo soberano de inversión a Andrew ROZANOV⁹⁸². En un trabajo publicado

análisis de los instrumentos de intervención pública de un Estado en su propia economía nacional y se preocupa de prohibir las medidas que obstaculicen el acceso al mercado nacional para los inversores establecidos en otros. Pero hay otras importantes cuestiones no reflejadas en la doctrina golden share. ¿Qué ocurre con las operaciones societarias de adquisición de participaciones, realizadas por una corporación participada por un Estado o en la que dicho Estado es titular de derechos especiales o ejerce algún tipo de control o influencia relevante, si la operación mercantil se realiza en el mercado nacional de otro Estado? ¿Implica un riesgo de república por las asimetrías de la liberalización? ¿Se trata de una operación mercantil común o, al revés, aplicando la «doctrina golden share», supone una forma de intervención pública transnacional? La pregunta es más que procedente desde la perspectiva de los mercados globales, en los que el protagonismo de la circulación de los flujos de capitales y del poder de las corporaciones privadas resta fuerza a los tradicionales instrumentos basados en soberanía nacional. PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07. Revista Española de Derecho Europeo. Nº. 33, 2010, pág. 142.

⁹⁸⁰ SLAWOTSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1239.

⁹⁸¹ EPSTEIN, Richard A. y ROSE, Amand M. *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*. University of Chicago Law Review, Vol. 76, No. 111, 2009. Pág. 114.

⁹⁸² COHEN, Stephen S. y BRADFORD DELONG, J. *The End of Influence: What Happens When Other Countries Have the Money*. Basic Books. Nueva York: 2010, pág. 65; BEAN, Bruce W. *Attack of the Sovereign Wealth Funds: Defending the Republic from the Threat of Sovereign Wealth Funds?* MSU Legal Studies Research Paper No. 08-01. 2010 pág. 9; LOH, Lixia. *Sovereign Wealth Funds: States Buying the World*. Global Professional Publishing. 2010. Pág. 2; ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40,

en 2005 ROZANOV acuñó este término, al indicar que *los fondos soberanos de inversión son un subproducto de los excedentes presupuestarios nacionales, acumulados a lo largo de los años debido a las posiciones macroeconómicas, comerciales y fiscales favorables, junto con la planificación presupuestaria a largo plazo y la contención del gasto. Por lo general, estos fondos están configurados con uno o más de los siguientes objetivos: aislar el presupuesto y la economía del exceso de volatilidad en los ingresos, ayudar a las autoridades monetarias a esterilizar la liquidez no deseada, la acumulación de ahorro para las generaciones futuras, o utilizar el dinero para el desarrollo económico y social. Algunos de los fondos son bastante nuevos, mientras que otros han existido durante décadas*⁹⁸³.

Ciertamente, no se trata de una situación novedosa, e incluso siguiendo a HILDEBRAND podríamos remontarnos hasta el siglo XIX para encontrar formas de inversión similares, como la Caisse de Dépôts et Consignations en France⁹⁸⁴. Como apunta BACKER, los fondos soberanos representan una nueva forma de un antiguo tipo de actividad tradicional del estado, la gestión de fondos públicos⁹⁸⁵. De un modo convencional, el origen del fenómeno tal y como lo conocemos suele ubicarse en los años 50⁹⁸⁶. Según describe LOH, los primeros fondos fueron alentados por la

No. 4, 2009. Pág. 3

⁹⁸³ ROZANOV, Andrew. *Who Holds the Wealth of the Nations?* State State Global Advisors. 2005. Pág. 1

⁹⁸⁴ HILDEBRAND, Philipp M. *The challenge of sovereign wealth funds*. Discurso pronunciado el 18 de diciembre de 2007 en el International Center for Monetary and Banking Studies de Ginebra. Pág. 2.

⁹⁸⁵ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 24.

⁹⁸⁶ LOH resume la génesis y evolución de esta figura al indicar que *a pesar de la larga historia de los fondos soberanos, los inversores, responsables políticos y académicos sólo han pasado a interesarse por ellos en los últimos años. El Kuwait Investment Fund fue el primer fondo soberano creado en 1953 para invertir los ingresos de su industria petrolera. A continuación, Kiribati creó el Revenue Equalisation Reserve Fund en 1956 y el gobierno de Singapur creó Temasek Holdings en 1974 para invertir el superávit presupuestario del país. Papúa Nueva Guinea creó el Mineral Resources Stabilisation Fund en 1974 y Abu Dabi Investment Authority (ADIA) fue lanzado por los Emiratos Árabes Unidos en 1976. La mayor parte de estos fondos, con la excepción de Temasek Holdings, se establecieron para invertir los ingresos provenientes de las exportaciones de productos básicos. Debido al éxito de ADIA, Government Pension Fund –Global- de Noruega, y la Government Investment Corporation (GIC) de Singapur, países*

administración colonial británica para gestionar los ingresos provenientes de materias primas, como el petróleo en Kuwait o el fosfato en las Islas Gilbert; en un segundo momento vinculado al boom del petróleo diversos países productores constituyeron sus propios vehículos de inversión⁹⁸⁷. Así mismo, desde los años 70 diversos países asiáticos, comenzando por Singapur, han ido creando instrumentos para gestionar sus excesos de divisas y sus superávits presupuestarios⁹⁸⁸.

Ahora bien, siguiendo a SARKAR debe reconocerse que *aunque los fondos*

con exceso de reservas de divisas bien por la de venta de mercancías o las exportaciones han creado fondos similares, dando lugar así a un crecimiento sin precedentes en los activos bajo administración de los fondos soberanos. LOH, Lixia. *Sovereign Wealth Funds: States Buying the World*. Global Professional Publishing. 2010.Pág. 1-2.

⁹⁸⁷ *La primera ola de los fondos soberanos fue iniciada por la administración colonial británica. El Kuwait Investment Board (ahora la Kuwait Investmen Authority) se creó en 1953. En 1956, la administración colonial británica de las Islas Gilbert en el Océano Pacífico creó el Kiribati Revenue Equalisation Reserve Fund para administrar los ingresos provenientes de los depósitos de fosfato. El objetivo era generar ingresos a largo plazo para la generación futura. La justificación de estos primeros fondos era establecer una fuente de ingresos continuos a largo plazo, porque los recursos de estos países se agotarían con el tiempo. La segunda ola de fondos soberanos se produjo durante el auge petrolero, cuando los países productores de petróleo establecieron fondos de estabilización para acumular los ingresos procedentes de las exportaciones de petróleo. Estos fondos proporcionaban un apoyo presupuestario y eran, y son, usados para estabilizar la economía nacional frente a la volatilidad de los precios internacionales de los productos básicos. Ejemplos de esos fondos incluyen ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) formado en 1976, el Fondo de Inversiones de Brunei constituido en 1983 y el Government Pension Fund –Global- de Noruega fundado en 1990. Otros países ricos en petróleo como Rusia y Venezuela también han establecido fondos soberanos para invertir los ingresos de su producción de petróleo después del enorme aumento en los precios del petróleo entre 2000 y 2008.* LOH, Lixia. *Sovereign Wealth Funds: States Buying the World*. Global Professional Publishing. 2010.Pág. 2.

⁹⁸⁸ *Los fondos soberanos no basados en productos básicos se financian en gran parte por el exceso de reservas de divisas y los excedentes presupuestarios. Singapur fue el primer país en establecer un fondo soberano usando su superávit fiscal, con Temasek constituido en 1974. GIC lo siguió en 1981. Después de la crisis asiática, muchos países del este de Asia (en particular China y Corea del Sur) han acumulado enormes reservas de divisas. La Korea Investment Corporation se creó en 2005 y la China Invesment Corporation (CIC) en 2007. Hay algunos nuevos fondos soberanos que no sean creado para absorber el exceso de liquidez en su país ni sobre base de productos básicos. Simplemente están imitando el éxito de los fondos soberanos establecidos ya.* LOH, Lixia. *Sovereign Wealth Funds: States Buying the World*. Global Professional Publishing. 2010.Pág. 2.

soberanos han existido desde la década de 1950, su significado e importancia en términos económicos, políticos y regulatorios ha aumentado de manera exponencial en la última década más o menos⁹⁸⁹. Según este autor se trata de un fenómeno cualitativo y cuantitativo, ya que no sólo la influencia y el interés por los fondos soberanos han aumentado de manera exponencial en la última década, sino que su tamaño total en todo el mundo también⁹⁹⁰.

Aunque los fondos soberanos no son novedosos, como apunta BASSAN, su gestión ha cambiado de manera rápida en los últimos tiempos. *En el pasado los fondos de propiedad estatal tenían una propensión al riesgo baja, desempeñaban un papel pasivo en las compañías en que invertían y eran usados para asegurar una estabilización interna [...]. Por el contrario, las inversiones más recientes de los fondos soberanos en la actualidad se caracterizan por su mayor propensión al riesgo y una mayor participación en las compañías en que invierten; adicionalmente los recursos gestionados por los fondos soberanos han crecido de manera significativa en los últimos tiempos*⁹⁹¹. En particular, durante la crisis de 2007-2008 diversos fondos soberanos tomaron importantes posiciones en algunas de las instituciones financieras más relevantes que se vieron afectadas⁹⁹².

⁹⁸⁹ SARKAR, Rumu. *Sovereign wealth funds: furthering development or impeding it?* Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1181

⁹⁹⁰ SARKAR, Rumu. *Sovereign wealth funds: furthering development or impeding it?* Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1182

⁹⁹¹ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 6.

⁹⁹² En un estudio de la Universidad de Pennsylvania se resalta este cambio, al subrayar que *si bien el fenómeno se remonta a la década de 1950, el término se remonta sólo a 2005. Los fondos soberanos se han convertido en actores importantes en la inversión de cartera en todo el mundo, especialmente en el contexto de la crisis económica y financiera de 2007-2008, cuando se tomaron participaciones en empresas tan relevantes como UBS, Citigroup, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Barclays, Blackstone, Standard Chartered, y el Grupo Carlyle*. AFYONOGLU, Gokhan; HIBBARD, Stephen; KALAOUI, Hussein; MCCORD, Katherine; SHULTZ, Forest; THOMSON, Alexandra y WILLIG, Spencer. *The Brave New World of Sovereign Wealth Funds*. Lauder Institute of Management & International Studies, University of Pennsylvania. 2010. Pág 1.

Según SLAWTOSKY⁹⁹³ una serie de factores han confluído en la primera parte del siglo XXI para potenciar el papel de los fondos soberanos hasta este nivel. En primer lugar, la posibilidad de utilizar el apalancamiento y un amplio abanico de opciones de inversión⁹⁹⁴; en segundo término, el aumento de probabilidad de la hipótesis del cénit del petróleo⁹⁹⁵; en tercer lugar, la creciente demanda de recursos

⁹⁹³ SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1245.

⁹⁹⁴ *En los últimos años una revolución ha barrido los mercados mundiales de renta variable con respecto al conjunto de los mercados e instrumentos en que los fondos soberanos pueden invertir. Las oportunidades para invertir en nuevos mercados, así como avances de vanguardia tecnológica se han combinado para transformar el entorno. El gran mercado de derivados, así como los nuevos Contratos por Diferencia, son dos ejemplos de este increíble apalancamiento. Las nuevas innovaciones del mercado financiero permiten la negociación de deuda y capital a través de las redes de comunicación electrónica. Se pueden transferir enormes sumas de capital en un sentido y en otro instantáneamente dentro de una variedad de vehículos de inversión. También hay una amplia gama de acciones para comprar y vender en mercados regulados, así como en mercados over-the-counter. Por último, también existe una galaxia virtual de fondos cotizados. Estos vehículos de inversión se pueden concentrar en mercados particulares, como índices de renta variable específicos de cada país o región concreta, petróleo, oro, y numerosas otras categorías, así como los fondos "cortos" por los cuales el inversor se beneficiará de una reducción en el valor de los títulos subyacentes. Esta variedad permite que los fondos soberanos penetren en un conjunto cada vez mayor de mercados nacionales, invirtiendo en una amplia gama de selección de las industrias mientras que utilizan el apalancamiento para aumentar la cantidad de sus inversiones.* SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1244-1245.

⁹⁹⁵ *Casi todos los estudiosos están de acuerdo en que la producción mundial de petróleo alcanzará su punto máximo en algún punto y luego caerá. De hecho, un creciente sector de investigadores sugiere que la era del petróleo barato ya está llegando a su fin. Los defensores de la teoría del cénit del petróleo opinan que el mundo está ahora, o estará en los próximos años, en un punto de inflexión en el que la expansión de nuevas fuentes de crudo permanecerá limitada, y la producción total mundial de crudo comenzará un declive inevitable, sostenido e irreversible. De acuerdo con el experto en la industria Matt Simmons, muchos de los campos petrolíferos más grandes del mundo -incluyendo Prudhoe Bay y el Mar del Norte- ya han entrado en declive y ahora estamos en un escenario posterior al pico con un descenso irreversible en la producción de petróleo. El cénit del petróleo podría influir en los fondos soberanos de dos maneras. En primer lugar, el valor de los activos bajo control de los fondos soberanos aumentará en el largo plazo ya que el precio del petróleo es probable que aumente. En segundo lugar, los gobiernos titulares de los fondos soberanos pueden dirigir los fondos para utilizar su influencia sobre las empresas para canalizar las reservas de petróleo al soberano. Si los defensores del cénit del petróleo tienen razón,*

naturales en general⁹⁹⁶; y, por último, un alejamiento de las inversiones conservadoras⁹⁹⁷, que les ha llevado a invertir en mercados hasta ahora alejados de los perfiles de inversión tradicionales como el *private equity*⁹⁹⁸.

los intereses nacionales de los diversos estados inevitablemente entrarán en conflicto. Los estados con sus propios fondos soberanos serán los mejores posicionados para tomar ventaja de este clima. SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond.* Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1245-1246.

⁹⁹⁶ *La rápida industrialización de las regiones subdesarrolladas probablemente aumentará la demanda de recursos naturales, incluyendo los productos agrícolas básicos, cobre, acero, níquel y un sinnúmero de otros recursos. El desarrollo de África, India, China y Rusia requiere enormes cantidades de recursos naturales. La creciente prosperidad también creará una demanda adicional de bienes de consumo como automóviles, que también precisa de mayores recursos. La tendencia es hacia los envíos crecientes de recursos naturales a China, especialmente petróleo en crudo, principalmente de Sudán, Chad, Nigeria, la República del Congo y Angola, los metales de Ghana, Gabón, la República Democrática del Congo, Zambia, y Sudáfrica, así como los minerales de cobalto y de otro tipo. Este aumento de la demanda a largo plazo afectará los fondos soberanos de una manera similar a los efectos del cenit del petróleo.* SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond.* Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1245-1246.

⁹⁹⁷ *Tradicionalmente, los fondos soberanos han tenido una baja tolerancia al riesgo, optando por invertir en deuda con garantía del gobierno. Sin embargo, en los últimos años los fondos soberanos han ampliado sus horizontes de inversión para incluir la compra de acciones de importantes empresas multinacionales. El descenso en el dólar de Estados Unidos, junto con una mayor inclinación al riesgo de los fondos soberanos, ha precipitado este alejamiento de la deuda soberana. Los fondos soberanos han comenzado a adquirir participaciones significativas en las principales corporaciones internacionales de diversas industrias, incluyendo servicios bancarios, de corretaje, energía, minería, y otros intereses estratégicos. Un blanco favorito de los fondos soberanos han sido instituciones financieras, pero los fondos soberanos también han tratado de invertir en puertos, transporte marítimo, casinos, minería y la industria aeroespacial.* SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond.* Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1246-1247.

⁹⁹⁸ *Además de invertir en acciones que cotizan en bolsa, los fondos soberanos se han diversificado aún más mediante la adquisición de participaciones en empresas que no se negocian en las bolsas mundiales. Tales acciones son conocidas como el *private equity*, y proporcionan un medio adicional para los fondos soberanos de influir en los negocios. En los últimos años, los fondos soberanos han adquirido participaciones en los principales fondos de *private equity*, tales como el Grupo Carlyle, Blackstone Group, y Apollo Management. Las estimaciones del valor de estas inversiones van desde 120 a 150 mil millones de dólares, o aproximadamente el 10% de todo el capital global disponible para *private equity*.*

En definitiva, según TRUMAN, *el incremento de la actividad inversora de los gobiernos en la gestión de sus reservas de divisas y otros activos internacionales es un reflejo de las tendencias de la globalización económica y financiera y de la diversificación. En los últimos veinte años como mínimo, el total de inversiones transfronterizas ha crecido más rápido que el comercio internacional de bienes y servicios, que a su vez ha experimentado un crecimiento superior al doble del que el del PIB mundial*⁹⁹⁹. Según este autor, *estas amplias tendencias reflejan la creciente integración de la economía mundial y el proceso de diversificación de inversiones que, al menos durante 2007, tuvo el efecto de abandonar el tradicional sesgo doméstico que han tenido las inversiones de cartera individuales, institucionales y gubernamentales. La reducción del sesgo nacional ha permitido financiar los desequilibrios globales y al mismo tiempo ha contribuido a unas carteras globales de activos más equilibradas*¹⁰⁰⁰.

Sin desmerecer esas ventajas económicas, ROSE advierte con acierto que *la inversión internacional implica mucho más que el flujo de dinero en efectivo y bienes, ya que a menudo están en juego intereses políticos considerables*¹⁰⁰¹. En efecto, en esta misma línea GILSON Y MILHAUPT precisan que *Keynes enseñó hace años que los flujos internacionales de dinero en efectivo son siempre políticos*¹⁰⁰². En un estudio publicado en 2007 por el McKinsey Global Institute se advertía que *los mercados de capitales mundiales están entrando en una nueva fase de globalización. La riqueza financiera y el poder, durante mucho tiempo concentrados en los Estados Unidos y*

En consecuencia el private equity brinda otra oportunidad para que los fondos soberanos ejerzan su control sobre las grandes empresas internacionales. SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond.* Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1248.

⁹⁹⁹ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 30.

¹⁰⁰⁰ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 31.

¹⁰⁰¹ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders.* North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 102.

¹⁰⁰² GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantism.* Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1345.

*Europa, se dispersan geográficamente*¹⁰⁰³. La clave entonces es hasta qué punto estas nuevas formas de inversión de los Estados pueden afectar a los mercados de capitales¹⁰⁰⁴ y qué riesgos generan en el panorama internacional para las economías receptoras¹⁰⁰⁵.

El primer paso en ese análisis es determinar cuáles son las causas de este nuevo fenómeno. La mayor presencia de los fondos soberanos y el incremento de los recursos que gestionan obedecen a dos causas principales, tal y como apunta BASSAN. Por un lado, al incremento de los volúmenes de ahorro en los países del Sudeste Asiático tras la crisis de 1997 junto a la reducción en la inversión interna a causa de la debilidad de su economía. Por otro, al incremento en el precio de las materias primas, sobre todo gas y petróleo, que ha propiciado que los países productores tuviesen un importante incremento sus ingresos por exportaciones que no ha sido absorbido por la inversión interna¹⁰⁰⁶. Los fondos soberanos surgen como un instrumento para gestionar la

¹⁰⁰³ FARREL, Diana; LUND, Susan; GERLEMANN, Eva y SEEBURGER, Peter. *The new power brokers: how oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets*. McKinsey Global Institute. 2007. Pág. 19

¹⁰⁰⁴ Como señala SLAWTOSKY, *a pesar de sus diferencias, muchos fondos soberanos generan la misma preocupación crítica: como actores globales esenciales, que están en una posición única para influir y controlar los mercados financieros*. SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1240.

¹⁰⁰⁵ *La aparición de estos fondos ha dado lugar a varias preguntas importantes. ¿Los fondos soberanos son inversores benignos a largo plazo que añaden estabilidad a los mercados de capitales globales? O, ¿los fondos soberanos representan un nuevo tipo de capitalismo de Estado que amenaza a nuestra seguridad nacional al permitir a nuestros rivales políticos el acceso y el control de nuestras empresas y tecnologías? Mientras los Estados Unidos intentan protegerse a sí mismos contra semejante inversión política, ¿cuáles son las consecuencias para los Estados Unidos si los fondos soberanos vuelven su atención a otros mercados?* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 103

¹⁰⁰⁶ *El número de fondos soberanos y de los recursos de que pueden hacer uso se han elevado debido principalmente a dos eventos, uno estructural y otro contingente. En cuanto a lo primero, el incremento en los volúmenes de ahorro en los países del sudeste asiático después de la crisis de 1997 (una estrategia preventiva de gestión de crisis, un auto-seguro contra la volatilidad cambiaria), junto con la reducción concomitante de las inversiones internas causada por la debilidad de su respectivas economías, ha reforzado la inversión extranjera de esos países. En cuanto al segundo, el aumento de los precios de las*

inmensa acumulación de riqueza y de excedentes a que dieron lugar esos dos factores¹⁰⁰⁷. Según ROSE, con datos de 2008, estos factores sugerían un aumento continuo de la importancia económica de los fondos soberanos en atención a los incrementos de los precios de las materias primas y la implantación de políticas agresivas de inversión¹⁰⁰⁸. Además tampoco puede negarse que *la imitación es otra*

materias primas (especialmente petróleo y gas) ha asegurado a los países productores un aumento significativo en los ingresos por exportaciones no contrapesado (por razones que varían en función del país) por un aumento en las inversiones internas. Esto ha puesto a su disposición enormes cantidades de fondos, a veces administrados por empresas de propiedad estatal, más a menudo administrados directamente por los gobiernos, cuando los excedentes fueron canalizados a los bancos centrales que los utilizaron para aumentar sus reservas, o cuando los países productores mantuvieron (o retomaron) el control de empresas de extracción de materias primas. BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Págs. 7-8.

¹⁰⁰⁷ *Sin embargo, hay dos razones principales para la rápida aparición y el crecimiento de los fondos soberanos: el aumento rápido del precio del petróleo y la acumulación de grandes de la balanza de pagos de los excedentes. En primer lugar, muchos fondos se crearon como una salida para la gestión de la extrema riqueza que viene con el precio de un rápido aumento del petróleo. En segundo lugar, varios países desarrollaron sus fondos sobre la base de los enormes excedentes comerciales.* AFYONOGLU, Gokhan; HIBBARD, Stephen; KALAOUI, Hussein; MCCORD, Katherine; SHULTZ, Forest; THOMSON, Alexandra y WILLIG, Spencer. *The Brave New World of Sovereign Wealth Funds*. Lauder Institute of Management & International Studies, University of Pennsylvania. 2010. Pág. 4.

¹⁰⁰⁸ *El crecimiento de los fondos soberanos en los últimos años se debe a varios factores, todos los cuales sugieren un aumento continuo de la importancia económica de los fondos soberanos en los próximos años. Standard Chartered, un banco del Reino Unido que publicó un importante informe sobre los fondos soberanos en 2007, señala que la inflación de precios de los productos básicos ha sido importante en el crecimiento de los fondos soberanos. Quince de los veinte fondos soberanos más grandes dependen de los productos básicos, particularmente del petróleo, como su principal fuente de ingresos. Un exceso en las reservas de divisas extranjeras también ha llevado a un crecimiento en varios de los fondos soberanos, incluyendo CIC de China. China se ha reservado unos 1,8 trillones de dólares. Standard Chartered especula que China cree que sólo necesita 1,1 trillones de dólares en reservas “para hacer frente a cualquier shock externo”, y utiliza al menos algo del exceso para financiar CIC y otros fondos que invierten en instrumentos de capital extranjero. Por lo tanto, a medida que aumentan las reservas, no sería ninguna sorpresa que se utilizaran progresivamente cantidades adicionales para engrosar el tamaño del fondo soberano de China a, digamos, 600 mil millones de dólares en dos años.*

Otro factor que hace que los fondos soberanos crezcan más rápidamente en comparación con otras cuentas soberanas como las reservas en moneda extranjera es que los fondos soberanos se invierten de manera más agresiva. Mientras que las reservas de divisas son invertidas conservadoramente con el fin

*razón para el reciente aumento repentino en el número de los fondos soberanos*¹⁰⁰⁹.

En este contexto es en el que se produce un súbito crecimiento y una creciente importancia de los fondos soberanos en los mercados de capitales¹⁰¹⁰, en una coyuntura marcada por la globalización financiera y grandes desequilibrios económicos mundiales¹⁰¹¹. Así, MEZZACAPO puntualiza que *el rápido desarrollo de los fondos*

de asegurar la disponibilidad de fondos (para fines tales como la estabilización de la moneda, por ejemplo), los fondos soberanos son diseñados típicamente para el crecimiento. ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 105-106.

¹⁰⁰⁹ *Un último factor que influye en la formación reciente y en las estrategias de inversión de los fondos soberanos es que el éxito genera imitación. Algunos fondos de inversión del gobierno, en particular Temasek Holdings de Singapur, han demostrado ser hábiles inversores activistas. Temasek, fundada en 1974, es una compañía holding de Singapur de empresas de propiedad estatal y empresas vinculadas al gobierno. Ha servido como un modelo a seguir para los fondos de reciente creación en Asia oriental, y se ha propuesto como un modelo útil para el gobierno corporativo de las empresas estatales chinas. El Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega, uno de los más antiguos y más profesionalmente administrados de los fondos soberanos, también es presentado como un ejemplo de gestión pública racional de los activos de inversión. Una vez más, este fenómeno no es exclusivo del mundo de los fondos soberanos. Así como el California Public Employee Retirement System (CalPERS) se convirtió en un modelo a seguir para los fondos de pensiones públicos de activistas en los Estados Unidos, los gobiernos de todo el mundo están tratando de emular el éxito de la de Singapur y de los fondos noruegos en la administración del dinero público.* GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1359.

¹⁰¹⁰ *La súbita aparición y el crecimiento de los fondos soberanos como actores de los mercados mundiales de capital se deben a varios factores interrelacionados. Uno de ellos es el aumento en los precios mundiales del petróleo, que ha traído enormes beneficios a los exportadores de petróleo como Noruega, Rusia y Oriente Medio. Un segundo factor es la enorme acumulación de reservas de divisas de los bancos centrales asiáticos, una parte del cual se ha escindido e invertido por separado en fondos soberanos.* GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1358.

¹⁰¹¹ *Aunque los fondos soberanos han existido durante décadas, los fondos soberanos de países exportadores de petróleo y exportadores asiáticos han acumulado una asombrosa cantidad de activos, debido a los altos precios del petróleo, la globalización y los grandes desequilibrios mundiales.* SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1239.

*soberanos refleja fundamentalmente el cambio significativo de las economías emergentes de deudores mundiales a acreedores mundiales. De hecho durante casi toda la segunda mitad del siglo XX, las economías emergentes incurrieron en déficits de cuenta corriente e importaron capital extranjero; sin embargo, como se ha señalado, en 1999, el mundo emergente en su conjunto comenzó a arrojar superávits de cuenta corriente y exportar capital al resto del mundo*¹⁰¹². Con este panorama, no es sorprendente que en el informe del McKinsey Global Institute de 2007 se advirtiera que había comenzado una nueva era en la globalización financiera. *Por primera vez desde que los inversores japoneses consiguieron influencia financiera en los 80, inversores de fuera de los Estados Unidos y Europa están marcando tendencias en los mercados financieros*¹⁰¹³.

TRUMAN recuerda que en las dos últimas décadas hasta principios del siglo XXI la expansión de la inversión transfronteriza de los países no industriales apenas había superado su tasa de crecimiento del PIB. Sin embargo, esta tendencia cambió a principios de siglo. Los activos de inversión internacional de los países en vías de desarrollo que comunican sus posiciones de inversión internacional al FMI para la publicación de sus Estadísticas Financieras Internacionales (incluyendo las tres economías asiáticas ahora normalmente clasificadas con los países desarrollados –Hong Kong, Corea y Singapur) aumentaron un 198% en el período 2002-2007, mientras que las de los desarrollados lo hicieron en un 185%¹⁰¹⁴. De 2002 a 2007, el tamaño estimado de los mercados de capitales aumentó un 60% hasta 241 trillones de dólares. En el mismo período, el total de reservas de divisas se incrementó un 166% y los activos internacionales de los fondos soberanos no vinculados a pensiones crecieron al menos un 300% hasta cerca de 3 trillones de dólares. En consecuencia, los activos internacionales controlados por los gobiernos crecieron con la misma tasa que el

¹⁰¹² MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 3.

¹⁰¹³ FARREL, Diana; LUND, Susan; GERLEMANN, Eva y SEEBURGER, Peter. *The new power brokers: how oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets*. McKinsey Global Institute. 2007. Pág. 47.

¹⁰¹⁴ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 31.

importe total de los activos internacionales, pero sustancialmente más rápido que los mercados de capitales en su conjunto. Aunque con el total de reservas y de activos de los fondos soberanos se relativamente pequeño comparado con el total de los activos internacionales bajo control gubernamental, su participación en el total se mantendría pequeña, pero creciente. Lo más significativo según TRUMAN es que quienes están acumulando esos activos son principalmente países inmaduros desde un punto de vista industrial, esto es, economías emergentes¹⁰¹⁵.

Desde el punto de vista cualitativo, la proliferación de los fondos soberanos de inversión es, como recuerda TRUMAN, la manifestación de dos tensiones que están latentes en la globalización del sistema financiero internacional. Según este autor, *la primera tensión refleja la dramática redistribución de los ingresos y la riqueza (transfronteriza, así como nacional) de los países industriales maduros a los países que históricamente no han sido los principales actores de las finanzas internacionales. Los recién llegados tuvieron un escaso o inexistente papel en la conformación de las prácticas, normas y convenciones que rigen el sistema. En consecuencia, los líderes y los ciudadanos de muchos de esos países sintieron que tenían poco interés en la salud y la estabilidad del sistema financiero internacional, o al menos eso se ha percibido así por muchos de los líderes y los ciudadanos de los países industriales maduros. La segunda tensión se refleja en el hecho de que los gobiernos poseen o controlan una parte sustancial de esta nueva riqueza. Esta redistribución entre el sector público y el sector privado implica un reorientación potencial del proceso de toma de decisiones por los fondos soberanos, así como otras instituciones y actores que son propiedad o están controladas por el gobierno correspondiente, lo que está en desacuerdo con el marco orientado al mercado del sector privado tradicional, con el que los líderes y los ciudadanos de los países industriales maduros están más cómodos, a pesar de que muchos de sus propios sistemas no se ajustan plenamente a ese ideal, en particular, a raíz de la crisis financiera mundial 2007-09*¹⁰¹⁶.

En la misma línea BERTIN DELACOUR precisa que *la afirmación de los*

¹⁰¹⁵ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 31-32.

¹⁰¹⁶ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010.. Pág. 32.

*fondos soberanos en tanto que actores de las finanzas globalizadas ilustra la oscilación de las relaciones de fuerza económica en favor de los países emergentes exportadores y refleja la penetración más fuerte en las economías desarrolladas por esos países. Demuestra también la modificación de las relaciones de propiedad en el mundo: los países emergentes ya no son sólo los acreedores de los países occidentales, sino que acceden al estatuto de propietarios de activos.*¹⁰¹⁷

Diversos autores han subrayado la consideración de que los fondos soberanos están vinculados con el capitalismo de estado como es practicado por muchos de los gobiernos que los controlan y la redistribución de la riqueza entre los Estados¹⁰¹⁸. Es más, hay quien ha puesto de manifiesto cómo el cambio en los países ricos en reservas de prestatarios a poseedores de activos financieros o reales probablemente cause

¹⁰¹⁷ BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris: 2009. Pág. 83.

¹⁰¹⁸ Así, señalan GILSON Y MILHAUPT que *la controversia de alto perfil por el aumento de los fondos soberanos es una, -pero sólo una - de las fricciones que resultan de la interacción de dos concepciones muy diferentes sobre el papel del gobierno en una economía capitalista -el "capitalismo de estado en oposición al capitalismo de mercado". En la forma de capitalismo de mercado que se ha desarrollado en las economías avanzadas, para estar completante seguros, la empresa individual es la unidad cuyo valor se maximiza. Las prohibiciones contra los subsidios del gobierno y las preferencias reflejadas en la OMC y las normas de la Unión Europea están diseñados para evitar que los gobiernos cambien el nivel de maximización de las ganancias de la empresa al Estado. En cambio, algunos de los principales países en desarrollo (China, el principal entre ellos) reflejan cada vez más una forma de capitalismo de Estado -lo que llamamos el nuevo mercantilismo. De esta forma, el país es la unidad, cuyo valor se maximiza, con el correspondiente incremento en el papel del gobierno nacional como un participante directo y coordinador de la iniciativa. Para las economías desarrolladas, la creencia de que el libre comercio y la competencia entre las empresas aumenta el PIB a nivel nacional es un artículo de fe: el mercado vigila la tautología. Para las economías en desarrollo, en particular aquellas cuyas empresas deben competir con empresas de las economías más avanzadas, el Estado, a través de los fondos soberanos, a través de la propiedad directa de empresas operadoras, y a través de la regulación, busca equilibrar el campo de juego. Para el nuevo capitalismo mercantil, el gobierno trata de asegurar que el comportamiento a nivel de empresa redunde en la maximización de los beneficios económicos, sociales y políticos a nivel de país.* GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1346.

tensiones y presiones proteccionistas¹⁰¹⁹.

En efecto, BASSAN destaca que el cambio en el panorama internacional por esos dos factores ha tenido una serie de consecuencias que agrupa en cuatro categorías. La primera, el incremento en las inversiones, tanto inversiones de cartera como inversiones extranjeras directas por parte de diversos Estados¹⁰²⁰. La segunda es que se ha producido un cambio estructural en los flujos internacionales de inversiones, que han dejado de ser unilaterales (de los países industrializados a los países en desarrollo) a ser bilaterales¹⁰²¹. En tercer término, se ha producido un cambio en las inversiones de los fondos soberanos que han pasado a tener una mayor tendencia al riesgo y a invertir en

¹⁰¹⁹ En esta línea, de nuevo GILSON Y MILHAUPT precisan que *aunque los fondos soberanos constituyen sólo uno de los mecanismos de intervención del Estado en la economía, han atraído una gran atención ya que para algunos comentaristas son el rostro actual de esta tensión entre formas rivales del capitalism. Lawrence Summers ha señalado que las actividades transfronterizas de los fondos soberanos y otros vehículos de inversión soberanos han invertido la tendencia a la privatización que se extendió por el mundo en el último cuarto de siglo. Los gobiernos están acumulando participaciones en lo que eran entidades puramente privadas. Como un comentarista afirma, “estas tendencias [en el crecimiento de los fondos soberanos y de sus actividades de inversión] implican un aumento dramático en el papel de los gobiernos en la propiedad y gestión de los activos nacionales. Esta característica es desconcertante e inquietante. Se pone en duda nuestros supuestos más básicos sobre la estructura y el funcionamiento de nuestras economías y el sistema financiero internacional”.* GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism.* Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1346-1347.

¹⁰²⁰ *La primera es el aumento es el incremento de las inversiones (tanto de cartera como inversiones extranjeras directas) de muchos estados operando a través de fondos específicos que se benefician de financiación considerable y creciente.* BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds.* Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 8.

¹⁰²¹ *La segunda es un cambio estructural en los flujos de inversión: que ya no son en un solo sentido (de los países industrializados a los menos desarrollados), sino flujos recíprocos: los países tradicionalmente considerados como menos desarrollados ya están exportando capitales, no sólo qmaterias primas. Sin embargo, la reciprocidad no es simétrica: los nuevos flujos no están formados por inversión privada (como sucede en muchos países desarrollados), sino por inversiones estatales. Por lo tanto, al menos en esta primera etapa del proceso, no hay una separación claramente delimitada entre los estados realizan la inversión en el extranjero con fondos específicos (estados de origen) y los Estados cuyas empresas nacionales son los destinatarios de las inversiones extranjeras (estados de acogida).* BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds.* Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 8.

otro tipo de activos¹⁰²². Finalmente, y relacionado con la anterior, se aprecia un cambio en la estrategia de los fondos soberanos que, de meros inversores de cartera, han pasado a efectuar inversiones directas¹⁰²³. Esta última es la que explica la mayor relevancia política de los fondos soberanos y el interés que han despertado en los últimos años¹⁰²⁴.

¹⁰²² *La tercera consecuencia es que el tipo de inversiones realizadas por los fondos soberanos ha cambiado: en la actualidad son mucho más flexibles que en el pasado, y se caracterizan por una mayor propensión al riesgo. Los objetivos de inversión también han cambiado en parte, de las acciones de las principales empresas que cotizan a los bancos; de derivados de bonos; del mercado inmobiliario a los hedge funds.* BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 8.

¹⁰²³ *La cuarta consecuencia, tal vez la menos estudiada hasta el momento, es todavía embrionaria y se relaciona con el cambio en las estrategias de los fondos soberanos que han dejado de dirigirse a meras inversiones de cartera, sino a verdaderas inversiones extranjeras directas. De hecho, algunos fondos soberanos están cambiando su estrategia original basada en la adquisición de participaciones minoritarias a fin de lograr las metas financieras, y están adquiriendo -también (esta es la tendencia reciente), junto con otros fondos soberanos- cada vez mayores paquetes de acciones, si no una influencia dominante; esto implica un cambio de una actitud esencialmente pasiva hacia la toma de responsabilidad por (y, por tanto, participando en) la gestión de las compañías.* BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Págs. 9.

¹⁰²⁴ En sentido, según GILSON Y MILHAUPT, *en el aspecto económico están las grandes acumulaciones de riqueza del gobierno que representan los fondos soberanos, junto con los cambios en la forma de esta riqueza se invierte. El gran éxito de las naciones exportadoras de Asia, especialmente China, y el rápido aumento de los precios del petróleo han aumentado drásticamente las reservas de divisas de los países con economías basadas en el comercio y los productos básicos. [...] Además, los países ricos en reservas han comenzado a cambiar su estrategia de inversión. Hasta hace poco, estos excedentes se han invertido de manera conservadora, en gran medida en títulos del Tesoro de Estados Unidos y otros títulos públicos nacionales. El capital se recicla sin perturbación económica o política. El patrón ha cambiado, pero por razones económicas más que por cambios en las relaciones internacionales o la política exterior. Muchos gobiernos han anunciado recientemente planes para trasladar las estrategias de inversión de los activos soberanos de explotaciones conservadoras de los bonos del Estado a inversiones de mayor riesgo y rentabilidad en acciones o adquisiciones corporativas. El resultado ha sido un boom en inversiones de alto perfil y altamente controvertidas. El Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), recientemente ha adquirido deuda de Citibank convertible en un 4,9% de sus acciones ordinarias, lo que haría ADIA uno de los más grandes accionistas del banco. Un fondo chino ha comprado algo menos del 10% del capital de Blackstone en 2007. Entidades de China y Singapur Singapur están discutiendo la compra de una participación significativa en Barclays. Otra entidad Abu Dhabi compró el 8,1% de las acciones ordinarias de Advanced Micro Devices, un fabricante*

Podemos afirmar con TRUMAN que los fondos soberanos de inversión no son más que una manifestación de los amplios cambios que sufre el sistema financiero y económico global en el que se insertan. Sus actividades pueden afectar a muy diversos intereses como los de los gobiernos y ciudadanos de sus países de origen, los de los países que reciben sus inversiones y los mercados financieros. No deben examinarse como entidades que existen al margen del sistema financiero, no son proveedores netos de capital a los mercados, sino meros recicladores de los flujos financieros mundiales. No son ni una amenaza ni una salvación, sino que son un mero un mero reflejo de los cambios en el panorama financiero internacional¹⁰²⁵.

Ciertamente el cambio de estrategia obedece a una racionalidad financiera basada en una estrategia de diversificación. Así mismo, responden a la necesidad de

de chips de Estados Unidos con contratos con el Departamento de Defensa. Algo menos polémico pero no menos importante, los fondos soberanos han hecho recientemente inversiones de varios miles millones de dólares en los bancos de inversión estadounidenses como Citigroup, Morgan Stanley y Merrill Lynch, cuyo capital se agotó por la crisis en el mercado de las hipotecas subprime. En conjunto, los fondos soberanos han invertido aproximadamente 60 mil millones de dólares en los bancos occidentales desde mayo de 2007. GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1347-1349.

¹⁰²⁵ *Los fondos soberanos son una manifestación de cambios más amplios en el sistema económico y financiero global del que forman parte. Sus actividades afectan a muchos intereses: los ciudadanos y los gobiernos de los países de origen, los ciudadanos y los gobiernos de los países que son receptores reales y potenciales de las inversiones de los fondos soberanos y los mercados financieros en general. Los mismos fondos se pueden ver como agentes de poder. No deben considerarse como algo fuera del sistema financiero. No son proveedores netos de capital a los mercados financieros globales, en su mayor parte, son los recicladores de los flujos financieros globales. Los recursos financieros que invierten los fondos soberanos a nivel internacional ya se encuentran o en gran medida habrían sido invertidos a nivel internacional. La ganancia de Citigroup fue una pérdida para la General Motors. En la perspectiva correcta, los fondos soberanos no son ni una amenaza ni una salvación, sino que reflejan la forma cambiante del panorama financiero internacional. TRUMAN, Edwin M. Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation? Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 33*

buscar rendimientos más altos para atender las necesidades del país origen del fondo soberano motivadas por factores demográficos o de otro tipo¹⁰²⁶. Además en el contexto de la crisis financiera han supuesto un alivio para las tensiones de los países receptores.

Así, siguiendo a GILSON Y MILHAUPT puede señalarse que *una respuesta reflexiva a la controversia de los fondos soberanos de inversión exige que reconozcamos claramente la tensión entre las dos caras muy diferentes de las inversiones de capital no dominantes por parte de entidades gubernamentales extranjeras. Visto desde un lado, estas inversiones son simplemente un medio diferente de reciclar los excedentes comerciales a través del mercado de capitales. Esta nueva fuente de inversiones de capital proporciona liquidez a los mercados de renta variable y baja el coste del capital para las empresas privadas, al igual que la inversión del gobierno extranjero en instrumentos de deuda de Estados Unidos ha reducido a largo plazo sus tasas de interés (por un monto estimado recientemente en 130 puntos básicos). Por otra parte, el crecimiento de las inversiones de gobiernos extranjeros en el mercado de valores puede ser una amenaza estratégica menor que si las inversiones se hubiesen quedado totalmente en deuda pública de EE.UU.; la renta variable no tiene que ser reembolsada. Las recientes inyecciones de capital realizadas a instituciones financieras estadounidenses también suavizaron los efectos de la crisis de las hipotecas*

¹⁰²⁶ Al mismo tiempo que sus activos han crecido, los fondos soberanos han cambiado su estrategia de inversión hacia la renta variable con el fin de diversificarse más allá del relativamente bajo rendimiento, de los activos denominados en dólares -sobre todo los títulos del Tesoro del gobierno de Estados Unidos. Hasta hace poco, estos activos han sido el pilar de las inversiones de las reservas de los bancos centrales asiáticos. En noviembre de 2006, por ejemplo, China suscribió cerca de 347 millones de dólares en bonos del Tesoro de Estados Unidos y en septiembre de 2006, los bancos centrales de Asia en conjunto, eran un tercio de la deuda viva total del gobierno de los Estados Unidos. El declive del dólar frente al euro y otras monedas importantes ha reducido el atractivo de los instrumentos financieros denominados en dólares para los tenedores extranjeros. Por otra parte, la búsqueda de mayores rendimientos, común a todos los inversores, se hace más aguda por las tendencias demográficas en muchos países ricos en reservas. El envejecimiento de la población en el este de Asia, por ejemplo, coloca enormes cargas financieras sobre sus sistemas nacionales de pensiones públicas, porque en las próximas décadas menos trabajadores estarán sosteniendo a más jubilados. Para ayudar a cubrir el déficit, los planificadores deben buscar un mayor rendimiento de los activos de titularidad pública para las pagar pensiones. GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1359.

*subprime*¹⁰²⁷.

En ese contexto, es de justicia admitir que tras *el inicio de la crisis financiera mundial a finales de 2008, el panorama para los fondos soberanos se ha convertido en aún más importante. Los gobiernos o los fondos rescataron a muchas empresas e instituciones de gran importancia política que, o bien se convirtieron en entidades similares a los fondos soberanos, o pasaron a ser controladas en su totalidad o en parte por los fondos soberanos extranjeros*¹⁰²⁸. En efecto, *la crisis crediticia de 2008-2009 ha proporcionado a los fondos soberanos un papel vital en la recapitalización de los mercados occidentales a través de una ingente inversión exterior. El inmenso capital que se ha inyectado en los mercados occidentales ha permitido a los Estados extranjeros tomar una participación considerable en muchas empresas occidentales que cotizan en bolsa*¹⁰²⁹.

Como advierte BERTIN DELACOUR el fenómeno ha afectado de manera especial al sector financiero. Nos recuerda la autora francesa que *se debe principalmente a la crisis de las subprimes que los fondos soberanos hayan tomado participaciones el sector financiero. De esta manera han inyectado 92 mil millones de dólares ente mediados de 2007 y mediados de 2008 en las instituciones financieras occidentales en dificultades*¹⁰³⁰. El fenómeno ha afectado fundamentalmente a Estados Unidos¹⁰³¹, pero el impacto en Europa tampoco es despreciable¹⁰³².

¹⁰²⁷ GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1351

¹⁰²⁸ AFYONOGLU, Gokhan; HIBBARD, Stephen; KALAOUI, Hussein; MCCORD, Katherine; SHULTZ, Forest; THOMSON, Alexandra y WILLIG, Spencer. *The Brave New World of Sovereign Wealth Funds*. Lauder Institute of Management & International Studies, University of Pennsylvania. 2010. Pág. 4.

¹⁰²⁹ LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág 95.

¹⁰³⁰ BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris: 2009. Pág. 43.

¹⁰³¹ Según esta autora, *dos tercios de estos capitales beneficiaron a bancos de Wall Street: CIC (China)*

No obstante, esta reflexión no puede desmerecer que en algunos casos las inversiones procedentes de los fondos soberanos pueden ser un foco de riesgos y preocupaciones¹⁰³³. Por un lado, no debe despreciarse la influencia que pueden tener en

invirtió 5 mil millones de dólares en Morgan Stanley a cambio del 9,9% del capital; KIA (Kuwait), GIC (Singapur), y ADIA (Abu Dabi) colocaron 15,4 miles de millones en Citigroup por el 10,1% del capital; KIA, KIC (Corea del Sur) y Temasek (Singapur) inyectaron 14,8 miles de millones de dólares en Merrill Lynch. BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris: 2009. Pág. 43.

¹⁰³² Indica BERTIN DELACOUR que el saldo también benefició a bancos europeos. En Inglaterra Temasek, QIA (Catar) y CIC (a través del China Development Bank) han tomado más del 15% del capital del Barclays Bank. Temasek de nuevo e ICD de Dubai han adquirido más del 20% de Standard Chartered. En Suiza GIC (Singapur) y SAMA (Arabia Saudita) invirtieron 11,5 millardos de dólares en UBS y QIA colocó 0,5 mil millones de dólares en Crédit Suisse. En Alemania un fondo de Dubai adquirió el 2,2% del capital de Deutsche Bank. En Italia fueron fondos libios los que tomaron el 4,2% de Unicredito. BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris: 2009. Pág. 43-44.

¹⁰³³ Por ejemplo, PADRÓS Y COCCILOLO, al analizar el régimen europeo de las acciones de oro, señalan que entre 2006 y 2007, el fondo soberano Dubai International Capital y el banco público ruso Vneshtorgbank adquirieron respectivamente el 3.1% y el 5% de EADS (European Aeronautic Defense and Space Company) estas operaciones desataron la preocupación de Francia y Alemania, que, para defender los intereses sensibles en esta empresa estratégica, propusieron la creación de una golden share europea. Según los socios la participación en EADS del capital de países no aliados podría comprometer los contratos comerciales con los EEUU. Sin embargo, la respuesta de la Comisión Europea fue tajante: «La opinión general sobre las acciones de oro es muy clara. La Comisión Europea cree que las acciones de oro no tienen ningún lugar en el mercado interior. Eso ha sido confirmado de manera muy consistente por el Tribunal de Justicia». Ante esta negativa, en marzo de 2008 el presidente del Consejo de administración de EADS y representante del accionariado alemán declaraba que, en lugar de introducir una golden share, tal vez sería mejor modificar los estatutos sociales de la compañía para que nadie pueda lograr más del 15% del capital social, de manera que serían los accionistas de EADS los que dijeran quien pueda adquirir una participación estratégica. Una vez más se plantea conseguir la misma finalidad de la acción de oro mediante un pacto entre accionistas que supondría una restricción otorgada por un régimen de gobierno corporativo. Pero a este enfoque podría aplicarse la doctrina AEM/VW del TJCE, según la cual una restricción de derecho privado no justifica que se produzca unos beneficios para sujetos públicos (el Estado francés, el español y el alemán), así que los Estados actuando como accionistas ordinarios serían discriminados respecto a otros participantes del mercado. PADRÓS, Carlos y COCCILOLO, Endrius. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro:*

las compañías objetivo en la medida en que ejerciten sus derechos políticos, condicionen la elección de administradores o influyan indirectamente en la gestión de la empresa¹⁰³⁴. Incluso hay quien ha manifestado los riesgos no ya para la seguridad nacional, sino de espionaje industrial¹⁰³⁵. Sin llegar a estos límites lo cierto es que los fondos soberanos pueden emplearse como instrumento para influir en la transferencia de recursos y tecnologías por vía contractual¹⁰³⁶.

El problema es entonces la respuesta regulatoria que debe darse a este fenómeno, ya que como advierten GILSON Y MILHAUPT al analizar el régimen norteamericano,

entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07. Revista española de derecho europeo. Nº. 33, 2010. Pág. 143-144.

¹⁰³⁴ *Dado que las adquisiciones en sectores sensibles y estratégicos nacionales han planteado problemas de seguridad, los miembros del Congreso de los Estados Unidos han expresado su preocupación con respecto a los motivos de estos inversores. Los fondos soberanos han respondido afirmando que sus inversiones son meramente “pasivas”, y se limitan a participaciones relativamente pequeñas. Sin embargo, el paso a inversiones en el capital de empresas globales podría alterar esto, ya que los fondos soberanos tendrán la posibilidad de votar como accionistas. Por lo menos, la votación permitirá que los fondos soberanos influyan en la elección de los administradores. También podría permitir el uso de su “soft power” para influir en la gestión de estas empresas directamente. SLAWTOSKY, Joel. Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1247-1248.*

¹⁰³⁵ *La otra cara de las inversiones extranjeras de capital soberano es fuente de controversia. Visto desde este lado, las preocupaciones de seguridad nacional se funda en el final de un continuo de cuestiones relativas a que los intereses de un gobierno extranjero pueden ser diferentes de las de un accionista ordinario. Para ilustrar este punto, considere que los críticos de la inversión del fondo soberano de Abu Dhabi en AMD expresaron su preocupación por el espionaje industrial, no sólo la seguridad nacional. GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1351*

¹⁰³⁶ *Los gobiernos pueden utilizar sus fondos soberanos para garantizar el acceso a la ciencia y tecnología de vanguardia. La contratación puede emplearse para facilitar la transferencia de tecnología de la compañía de cartera a una nacional, incluso si con la transferencia se reduce el valor de la compañía de cartera. El fondo soberano usaría su influencia en los pertinentes consejos de administración en la elaboración y/o transferencia de recursos y tecnología para el país de origen. SLAWTOSKY, Joel. Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1254.*

*en la actualidad, no existe una regulación específica nacional o multilateral de las inversiones de cartera extranjeras por entidades gubernamentales. Sin embargo, incluso en el caso las inversiones de una entidad extranjera que son ostensiblemente de cartera por referirse participaciones minoritarias se dice que presentan una variedad de problemas, incluyendo más provocadoramente un problema de seguridad nacional planteado por el temor al potencial de que la entidad extranjera pueda influir en las actividades de una compañía*¹⁰³⁷.

Como afirman EPSTEIN y ROSE *la crisis financiera en Estados Unidos ha calmado temporalmente a los críticos de los fondos soberanos. Las instituciones financieras occidentales agobiadas por la crisis se han beneficiado claramente de fondos soberanos de inversión, por una suma de miles de millones de dólares, y darían la bienvenida a más. Por otra parte, los propios Estados Unidos han tomado posiciones significativas en el capital de las empresas financieras en problemas. Pero después de que el polvo se asiente en Wall Street, y el juego de la culpa comience en serio en Washington, los fondos soberanos, con toda probabilidad, se encontrarán una vez más en el punto de mira de la regulación*¹⁰³⁸.

Ahora bien, debemos concluir con PADRÓS Y COCCIOLO que *si puede entenderse la globalización como un proceso de transferencia de poder de los Estados a los mercados, entonces puede considerarse que los Estados participando o interviniendo en una sociedad anónima consiguen extender su capacidad de regulación más allá de las fronteras nacionales. De tal manera que la corporate regulation se transforma en un instrumento indirecto de market regulation. En otras palabras, los Estados recuperan una capacidad de influencia en el mercado transnacional –que sería mínima como sujetos públicos– actuando mediante sujetos privados. Todo esto pone de manifiesto que separar de forma tan simple lo público de lo privado [...] tiene muchos límites*¹⁰³⁹.

¹⁰³⁷ GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1350.

¹⁰³⁸ EPSTEIN y ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 113.

¹⁰³⁹ PADRÓS, Carlos y COCCIOLO, Endrius. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la*

construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07. Revista española de derecho europeo. Nº. 33, 2010. Pág. 142

4.2.- La problemática de los fondos soberanos.

La participación del Estado en la economía como agente económico siempre entraña un conflicto de intereses, en la medida en que asume el papel de regulador y de operador en el mercado regulado. Este problema, que no es nuevo, en el caso de la irrupción de los fondos soberanos adopta un matiz novedoso¹⁰⁴⁰. Como advierte BERTIN DELACOUR, *el Estado accionista puede tener motivaciones diferentes de las puramente financieras; puede igualmente poner en marcha medios de presión sin comparación con los de un inversor privado. Los fondos soberanos pueden de esta manera ser utilizados para tomar participaciones en empresas de alto valor tecnológico y con un fuerte potencial de crecimiento o para invertir en sectores sensibles, como la defensa, energía, infraestructuras, sanidad, telecomunicaciones. El Estado podría buscar explotar las informaciones y potestades de que dispone el fondo en el seno de la empresa con fines estratégicos o geopolíticos*¹⁰⁴¹.

En efecto, siguiendo a BASSAN, podemos decir que la situación *entraña una diferente relación entre el regulador (internamente) y el regulado (externamente, cuando los estados operan en el extranjero como inversores). Esta relación es nueva por la forma (es una inversión extranjera) y por sus consecuencias, y por consiguiente*

¹⁰⁴⁰ Desde la óptica norteamericana, SLAWTOSKY describe los riesgos de este fenómeno al señalar que, *independientemente de la forma que adopte, una alianza de intereses de varias naciones que actúan en concierto para promover un objetivo financiero debe ser causa de preocupación para los reguladores de Estados Unidos. Varias naciones pueden intentar controlar una empresa mediante la compra de participaciones individuales lo suficientemente pequeñas como para evitar la presentación de requisitos de información, mientras que de forma conjunta poseen un porcentaje de control. Menos siniestramente, el fondo soberano también puede utilizarse como una fuerza de defensa financiera. El pánico financiero global de 2008 ha llevado a crear fondos de "estabilización de la crisis". Francia ha creado un fondo soberano para proteger a sus estructuras corporativas nacionales de ataques. Los Estados Unidos podrían algún día enfrentarse con naciones individuales, cada una con sus propios fondos soberanos "atacando" y "defendiendo" a las diversas empresas en un juego global de riesgos financieros.* SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond.* Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1256.

¹⁰⁴¹ BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale.* Eyrolles. Paris: 2009. Pág. 99.

*merece ser estudiada con cuidado*¹⁰⁴². Según TRUMAN, *la decisión de un gobierno sobre sus inversiones internacionales, incluyendo las decisiones de los fondos soberanos bajo su control, afecta a los intereses de al menos cuatro grupos: sus propios intereses gubernamentales, los de sus ciudadanos, los de los operadores en los mercados financieros nacionales y extranjeros y, por último, los intereses de los gobiernos y ciudadanos de otros países*¹⁰⁴³.

Partiendo de estos grupos de intereses, según este autor los fondos soberanos de inversión generarían preocupación en al menos cinco áreas: 1) mala gestión de las inversiones del fondo en perjuicio económico y financiero de su país; 2) persecución de objetivos de poder político y económico a través de los fondos soberanos de inversión; 3) exacerbación del proteccionismo financiero inspirado por los fondos soberanos de inversión; 4) potencial de confusión e incertidumbre en los mercados financieros asociado a la actividad de los fondos soberanos de inversión; y 5) conflictos de intereses entre los países con fondos soberanos de inversión y los países en los que invierten^{1044,1045}.

¹⁰⁴² BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 6.

¹⁰⁴³ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 35.

¹⁰⁴⁴ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 35.

¹⁰⁴⁵ De manera menos sistemática pero más expresiva, MEZZACAPO indica que *las principales fuentes de preocupación pueden resumirse como sigue:*

- *Difuminar los límites entre los inversores privados y públicos: la reintroducción de la propiedad pública a través de la "puerta trasera" en la economía de mercado, para contrarrestar el desarrollo hacia un sistema financiero más basado en el mercado;*
- *La falta de transparencia: esto puede interferir con la eficiencia de los mercados, dañando la competencia y limitando los efectos positivos que se deriven de una fuerte "disciplina de mercado". Por otra parte, la falta de información fiable dificulta la evaluación correcta del desarrollo del fenómeno de los fondos soberanos y la identificación de fuentes potenciales de riesgo sistémico. Por ejemplo, afecta negativamente a la fiabilidad de los instrumentos del FMI destinados a aumentar la transparencia en el nivel y la composición de las reservas de divisas (por ejemplo, la base de datos de "Composición monetaria de las reservas oficiales de divisas" (COFER) y el "Informe sobre las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera" que es parte de la Norma de Difusión de datos especiales SDSS);*

4.2.1.- Mala gestión de las inversiones del fondo en perjuicio económico y financiero de su país.

El primer riesgo que analiza TRUMAN es la mala gestión de las inversiones del fondo en perjuicio económico y financiero de su país. Para este autor *uno de los principales riesgos asociados a los fondos soberanos de inversión es que sus inversiones estén mal gestionadas, es decir, que la riqueza que acumulan se pierda*¹⁰⁴⁶.

- *Propósitos políticos/estratégicos de las inversiones: la principal preocupación es que los fondos soberanos podrían tomar decisiones de inversión no basadas en consideraciones puramente económicas/financieras sino sesgadas/impulsadas por objetivos políticos y/o estratégicos;*

- *Impacto adverso en la eficiencia de gobierno corporativo: los fondos soberanos pueden imponer "costes de agencia" adicionales al obligar a una sociedad de cartera a actuar en su propio interés en contra del interés de las demás partes interesadas;*

- *La relevancia estratégica de las inversiones: la adquisición de participaciones significativas en un "campeón nacional" extranjero o industrias/activos estratégicos podrían dar pie a la acción del gobierno extranjero para proteger los intereses nacionales y / o la seguridad nacional;*

- *Implicaciones geopolíticas: la adquisición significativa de activos extranjeros en los países desarrollados es de por sí propensa a aumentar la preocupación política y presionar en favor de acciones proteccionistas;*

- *La concentración del poder financiero / monetario (impacto en el sistema financiero global): el tamaño y alcance de los fondos soberanos suscitan preocupaciones en cuanto al impacto de sus decisiones de inversión en general en los mercados financieros y en los precios de los activos (por ejemplo, riesgo de burbujas en los precios de acciones y aumento de la volatilidad) y la ejecución de políticas monetarias y de cambio (por ejemplo, disminución de la demanda de bonos del tesoro);*

- *Reacciones internas: Los contribuyentes en los países de origen de los fondos soberanos pueden cuestionar la forma en que los fondos soberanos invierten sus recursos (públicos) (por ejemplo, a principios de 2007, la adquisición de una participación del diez por ciento en Blackstone fue muy criticada por la prensa china);*

- *La reacción de los accionistas de las empresas objetivo: UBS se enfrentó a una reacción violenta de los inversores al pensar que no se les ofrecía la oportunidad de suscribir nuevo capital en las mismas condiciones que ofrecidas a GIC. MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Págs. 26-27.*

¹⁰⁴⁶ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson

Es un problema eminentemente político que, además, refleja una problemática general respecto del sector público. Se trata, en suma, del riesgo de que un operador público se vea sometido a presiones políticas a la hora de tomar decisiones financieras. En principio, estas presiones no tienen por qué obedecer a intereses espurios, sino que puede tratarse de promover el desarrollo económico interno o la persecución de objetivos sociales. El riesgo asociado a los fondos soberanos de inversión radicaría en que sus decisiones no tienen que seguir necesariamente las disciplinas de mercado normales.

A continuación, TRUMAN alude específicamente al potencial para la corrupción que presenta la gestión de fondos soberanos de inversión¹⁰⁴⁷. Se trata de ingentes sumas de dinero que suponen un riesgo claro de que se desvíen beneficios en favor de individuos específicos. Las manifestaciones de corrupción pueden ser a pequeña o a gran escala, pero constituyen un riesgo evidente como advirtió el antiguo presidente de la SEC, Christopher COX¹⁰⁴⁸. En particular, TRUMAN alude expresamente a los problemas que la Kuwait Investment Office sufrió en España a principios de los años 90. También cita las acusaciones al director de la Kuwait Investment Authority en 2007¹⁰⁴⁹; el arresto en 2008 del viceministro de Finanzas ruso

Institute for International Economics, 2010. Pág. 36.

¹⁰⁴⁷ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 37.

¹⁰⁴⁸ *Un corolario del conflicto de intereses inherente que surge cuando el gobierno es a la vez el regulador y el regulado es la oportunidad de que aumente la corrupción política. La malversación, el soborno y otras formas de corrupción financiera de gobiernos y figuras políticas es un hecho desafortunado de la vida en todo el mundo - como nos recuerdan a diario las competencias de ejecución de la SEC en virtud de la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero. Cuando los individuos con poder en el gobierno poseen también un enorme poder comercial y ejercen el control sobre grandes cantidades de activos de inversión, el riesgo de mal uso de esos activos, y de su utilización para obtener beneficios personales, se eleva notablemente.* COX, Christopher. *The Role of Government in Markets.* Keynote Address and Robert R. Glauber Lecture at the John F. Kennedy School of Government. Harvard University. Cambridge, Massachusetts. 24 de octubre de 2007.

¹⁰⁴⁹ *Más recientemente, en 2007, el Director de la Kuwait Investment Authority, Bader M. Al-Sa'ad fue acusado por miembros de la oposición parlamentaria de haberse beneficiado financieramente a través de un fondo detentado por la entidad que dirigía.* TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 38.

por malversación¹⁰⁵⁰ o la detención el mismo año del vicepresidente de Istihimar World fondo soberano de Kuwait¹⁰⁵¹.

Como reacción a este riesgo de corrupción, existe una amplia preocupación respecto a los recursos naturales y los fondos derivados de su exportación. Ello ha suscitado diversos movimientos tanto en el ámbito doctrinal como de grupos de presión social. En el año 2002 un grupo de ONGs puso en marcha una campaña con el objeto de que las empresas que explotan recursos naturales hicieran públicos sus gastos. En septiembre de 2002 el Primer Ministro británico, Tony Blair, impulsó el diseño de un grupo de principios que cristalizaron en la Iniciativa a favor de la Transparencia de la Industria Extractiva. Estos principios se codificaron y recibieron un amplio apoyo oficial un año después. El objeto de este control eran los llamados Fondos de Recursos Naturales que, según la mayoría de estudios, constituyen una categoría de fondos soberanos de inversión. De hecho, estos principios inspiraron de manera clara algunos de los denominados Principios de Santiago, las prácticas y principios genéricamente aceptados auspiciados por el Fondo Monetario Internacional, de los que nos ocuparemos más adelante¹⁰⁵².

En cualquier caso, el problema es la ineficiencia de los gobiernos como inversores, que viene respaldada por una sólida evidencia empírica registrada. Como recuerda TRUMAN¹⁰⁵³, ciertos países han creado sus fondos soberanos para acabar malgastando unos recursos que pretendían apartar de presiones políticas en el corto plazo. Es el caso del Fondo de Estabilización de Ecuador, del Fondo Fideicomisario del

¹⁰⁵⁰ *El Ministro adjunto de Finanzas ruso Sergei Storchak fue arrestado por malversación presupuestaria, pero también dirigía el Russian Oil Stabilization Fund.* TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 38.

¹⁰⁵¹ *El Vicepresidente del fondo soberano kuwaití Istihimar World, Adel Shirawi, fue arrestado en el marco de un redada anticorrupción en agosto de 2008.* TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 38.

¹⁰⁵² TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 38.

¹⁰⁵³ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 39.

Petróleo de Nigeria y, entre otros, de los dos fondos de Venezuela, los del Chad y de Papúa Nueva Guinea. El motivo de estos fracasos parece deberse a la intensa presencia de políticos en los fondos, en particular en las inversiones nacionales¹⁰⁵⁴.

Por todo ello existe un temor generalizado en la mala gestión de los fondos que, pese a ello, se centra en la actuación de los gestores, en vez de en los problemas de eficiencia y corrupción. Es más, como señala el propio TRUMAN, aunque en una primera aproximación estos problemas parecen afectar sólo a los países de origen de los fondos, su impacto es más profundo. En efecto, *un país que dilapida sus fondos soberanos a través de la corrupción, inversiones torpes, o construyendo elefantes blancos es un país más pobre y menos estable económica, financiera y políticamente, con implicaciones adversas para sus socios globales*¹⁰⁵⁵.

4.2.2.- Persecución de objetivos de poder político y económico a través de los fondos soberanos de inversión.

El segundo riesgo detectado por TRUMAN es la persecución de objetivos de poder político y económico a través de los fondos soberanos de inversión. Resulta inevitable que la actuación de los fondos soberanos de inversión esté sometida a un examen político, en el sentido de que persigan objetivos de poder político y económico¹⁰⁵⁶. En la misma línea, MEZZACAPO indica que, *cuando se trata de los fondos soberanos la verdadera preocupación parece ser no exactamente, o mejor, no sólo la relativa a su transparencia, sino sus posibles motivos estratégicos/políticos, además de (o en lugar de) los motivos puramente comerciales/financieros a la hora de invertir*¹⁰⁵⁷. Esta perspectiva resulta necesaria si atendemos a que la forma en la que se

¹⁰⁵⁴ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 39.

¹⁰⁵⁵ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 39.

¹⁰⁵⁶ *Una preocupación primaria con respecto a los fondos soberanos es que, debido a que el fondo soberano es un brazo de inversión de una entidad soberana, las inversiones del fondo puedan ser utilizados con fines políticos*, ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 111.

¹⁰⁵⁷ MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability*

crean y su funcionamiento no puede sustraerse a críticas políticas, ya que *sus conexiones estatales plantean la posibilidad de que consideraciones políticas puedan teñir sus decisiones de inversión*¹⁰⁵⁸.

Con carácter general, BERTIN DELACOUR advierte que *los Estados pueden perseguir, a través de los fondos soberanos o de otras entidades públicas, motivaciones estratégicas dirigidas a promover sus intereses nacionales, principalmente para asegurar su independencia energética, adquirir tecnologías o acceder a nuevos mercados*¹⁰⁵⁹. De manera más sistemática, ROSE subraya que los fondos soberanos de inversión plantean preocupaciones políticas y económicas más profundas que la mera rivalidad entre Estados. Desde el punto de vista de los factores de estrategia política la preocupación es que los fondos, como brazos ejecutores de su gobierno, actúen de manera que pongan en riesgo la seguridad nacional del Estado receptor¹⁰⁶⁰.

Desde el punto de vista económico, el riesgo es doble. En primer lugar, que el fondo soberano haga que una compañía actúe de una manera contraria a los intereses económicos de ésta o del Estado receptor. En segundo término, que aproveche las ventajas en la información que posee y que no comparte con otros inversores y participantes en el mercado¹⁰⁶¹. Como sintetiza GALLO, *el temor más extendido es que*

and prudential supervision. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 28

¹⁰⁵⁸ FARREL, Diana; LUND, Susan; GERLEMANN, Eva y SEEBURGER, Peter. *The new power brokers: how oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets.* McKinsey Global Institute. 2007. Pág. 21

¹⁰⁵⁹ BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale.* Eyrolles. Paris: 2009. Pág. 106.

¹⁰⁶⁰ *La preocupación central con los fondos soberanos es que, como brazos inversores controlados por un soberano, actúen de manera que ponga en riesgo la seguridad nacional del país receptor. Mientras que los fondos soberanos y los países que los patrocinan aseguran a los reguladores que invertirán únicamente con propósitos económicos, los fondos soberanos potencialmente podrían usarse como una especie de caballo de Troya.* ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics.* Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1209.

¹⁰⁶¹ *Los fondos soberanos también pueden plantear riesgos económicos únicos. A través del control directo o por su influencia, un fondo soberano podría hacer que una empresa actuara de una manera que puede beneficiar a las empresas de su patrocinador, pero que podría perjudicar los intereses de la*

los fondos soberanos puedan actuar bajo la presión del Estado de origen con la finalidad de avanzar en la consecución de objetivos políticos y geoestratégicos, en vez de actuar simplemente como inversores que buscan objetivos económicos. En consecuencia, las decisiones de inversión de los fondos soberanos –en especial cuando toman la forma de fusiones y adquisiciones- pueden dañar la estabilidad socio-política y económica del Estado de acogida. Más en particular, los fondos soberanos pueden comprometer la seguridad nacional, llevar a una apropiación de información tecnológica por Estados extranjeros, influir en el comportamiento de empresas del Estado de acogida que prestan servicios públicos esenciales, distorsionar la competencia al favorecer criterios y principios que no sean de mercado, controlar los campeones económicos nacionales, complejos industriales e infraestructuras críticas, y adquirir recursos naturales limitados. La cuestión es particularmente problemática cuando el Estado de origen que posee un fondo soberano agresivo no pone en lo más alto de su escala de valores la democracia y los derechos humanos¹⁰⁶².

Ciertamente, estas características no son propias de los fondos soberanos de inversión, sino en general de cualquier inversión por parte de una entidad bajo control gubernamental^{1063, 1064}. Sin embargo, resulta innegable que en los últimos años los

empresa objetivo o del estado de acogida (por ejemplo, a través de la reubicación de una planta de fabricación). Además, los fondos soberanos tienen el potencial de explotar ventajas informativas no compartidas con otros inversores y participantes del mercado. Como he argumentado en otra parte, el país patrocinador del fondo soberano puede tomar conocimiento de una acción promovida contra una empresa a través de los canales gubernamentales, o el soberano podría estar en la posición de interponer un recurso contra los competidores de una de sus inversiones. ROSE, Paul. Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1210.

¹⁰⁶² GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 5-6.

¹⁰⁶³ Hemos de advertir con TRUMAN que, *en este contexto, los fondos soberanos han atraído preocupaciones tomadas de otras formas de inversión por entidades poseídas o controladas por el gobierno. Si un país fuera a ejecutar espionaje político y económico, podría usar medios más eficientes y clandestinos que crear un fondo soberano. Sin embargo, una vez constituido el riesgo está ahí.* TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 44.

fondos soberanos de inversión han acaparado un protagonismo sobresaliente en este aspecto. Resultan sumamente reveladores los datos que sobre esta percepción maneja TRUMAN en función de que se trate de inversores ordinarios o de fondos soberanos¹⁰⁶⁵.

En cualquier caso, diversos gobiernos han mostrado serias preocupaciones sobre el papel de los fondos soberanos de inversión. TRUMAN recuerda que en 2007 el Tesoro británico subrayó las implicaciones de poder económico y los posibles efectos de los fondos soberanos en la competencia a través de fusiones y adquisiciones¹⁰⁶⁶. Ese mismo año el presidente de la SEC, Christopher COX pronunció una conferencia en la Universidad de Harvard subrayando las asimetrías de información a favor de los Estados¹⁰⁶⁷. De la misma manera, en un discurso en el American Enterprise Institute

¹⁰⁶⁴ En la misma línea, GALLO razona que, *en resumen, la principal crítica contra los fondos soberanos se encuentra, en términos más generales, en el papel mercantilista de un Estado imperialista-capitalista que ayuda y estimula la difusión de sus ramificaciones jurídicas y económicas en el ámbito mundial. Los que se oponen a la entrada de los fondos soberanos en los mercados nacionales sostienen que tales actores quieren adquirir el control de los sectores económicos esenciales y sensibles, aprovechando el proceso de privatizaciones que ha tenido lugar en casi todos los Estados y la apertura de los sectores industriales clave, no sólo para nacionales, sino también a los operadores de los mercados extranjeros.* GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union.* Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 6.

¹⁰⁶⁵ Destaca este autor que, en una encuesta realizada por Norton ROSE entre inversores en 2008, las respuestas diferían notablemente en función de que el encuestado fuera o no un fondo soberano de inversión. Aquellos que no estaban relacionados con los fondos soberanos pensaban que éstos daban una primacía especial a fines estratégicos. Fines que iban desde la promover entrenamiento técnico a cosas más siniestras. Por el contrario, los fondos soberanos se veían como inversores motivados por consideraciones a largo plazo, no estratégicas y de cooperación. TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 40 y 41.

¹⁰⁶⁶ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 40.

¹⁰⁶⁷ *Esa desventaja podría incluir las disparidades significativas en la información que está disponible para el gobierno con respecto a los actores privados en el mercado. Por ejemplo, a diferencia de los inversores privados y las empresas, los gobiernos del mundo tienen a su disposición la enorme cantidad almacenada de información secreta que está disponibles a través de sus servicios de inteligencia*

titulado *The Rise of Sovereign Business*, el señor COX insistió en el riesgo inherente a las ventajas informativas y la capacidad de usar información privilegiada por parte de los fondos soberanos¹⁰⁶⁸.

En definitiva, el problema es que el fondo soberano no se comporte como un inversor racional, esto es, que no se someta al standard de objetivos económicos de un inversor¹⁰⁶⁹. De ahí que TRUMAN afirme que *la realidad es que los gobiernos son los titulares de los fondos soberanos, los gobiernos son organizaciones políticas, y resulta ingenuo pretender que no lo son*. Por consiguiente, resulta inevitable que sus acciones, que puede ser que no estén motivadas por intereses políticos, sean valoradas políticamente¹⁰⁷⁰. Como razona MEZZACAPO *debido a su "naturaleza política", se*

nacionales. Piense en un Bill Belichick a escala global - pero con consecuencias mucho mayores. Las restricciones legales actuales en algunos países en la recopilación y el uso de dicha información interna podrían servir para proteger las libertades civiles de los ciudadanos de esa nación. Pero normalmente no hay ninguna protección concomitante para los extranjeros, o para las actividades de recopilación de inteligencia llevadas a cabo en otros países. Sin supervisión, esto sería la más perfecta herramienta de información privilegiada. COX, Christopher. *The Role of Government in Markets*. Keynote Address and Robert R. Glauber Lecture at the John F. Kennedy School of Government. Harvard University. Cambridge, Massachusetts. 24 de octubre de 2007.

¹⁰⁶⁸ COX, Christopher. *The Rise of Sovereign Business*. Gauer Distinguished Lecture in Law and Policy at the American Enterprise Institute Legal Center for the Public Interest. 5 de diciembre de 2007.

¹⁰⁶⁹ En palabras de BASSAN, *El corolario es que no resulta razonable aplicar el "modelo del inversor privado" a los fondos soberanos de inversión, ya que los dos elementos decisivos se apoyan en el aspecto subjetivo: no se espera que los estados persiguiendo el bienestar público actúen como una empresa privada.* BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 25.

¹⁰⁷⁰ TRUMAN ofrece cuatro ejemplos sumamente expresivos al respecto, aun cuando se refieran a inversiones de cartera. En primer término, con anterioridad a la crisis islandesa de 2008-2009, el fondo de gubernamental de pensiones noruego vendió o cubrió sus posiciones en bonos islandeses. Cuando se descubrió este comportamiento, el Gobierno de Islandia acusó al de Noruega de haber participado en un acto hostil y de haber minado la solidaridad nórdica.

En segundo lugar, en 2006 el fondo soberano de Noruega anunció que había vendido sus inversiones en Wal-Mart por las prácticas laborales de esta compañía en México. Ello motivó una protesta del Embajador de los Estados Unidos respecto al proceso de aplicación de los principios éticos del fondo a las inversiones en empresas estadounidenses. El Embajador destacó el significado político del fondo al afirmar que, al actuar así, el Gobierno de Noruega, y no un mero particular, había acusado a empresas de

percibe que el fondo soberano es muy propenso a adoptar estrategias de inversión basadas en motivos estratégicos/políticos, además de (o en lugar de) solamente motivos puramente comerciales, financieros - por ejemplo, mediante la transferencia de conocimientos, tecnología u otros recursos de una compañía de la cartera, a pesar de la reducción del valor de dicha sociedad de cartera. De hecho, estará en posición de sufrir sólo una parte de la pérdida de valor de su empresa de cartera, manteniendo todos los beneficios derivados de la transferencia de los recursos¹⁰⁷¹.

Ello afecta a la eficiencia y del mercado en la medida en que distorsiona su funcionamiento¹⁰⁷². Según MEZZACAPO, *un fondo soberano con interés privado*

Estados Unidos de incumplir sus standards éticos.

En tercer término, TRUMAN llama la atención por las inversiones de decenas de miles de millones de dólares que diversos fondos soberanos hicieron en instituciones financieras. A su juicio, no resulta razonable pensar que los gestores no valoraron las implicaciones de estas operaciones. Así en el caso de la compra por la Abu Dhabi Investment Authority de acciones de Citigroup, éste informo a miembros clave del Congreso por adelantado y obtuvo sus bendiciones.

En cuarto lugar, cita la venta a Tesamek de una participación de Shin Corporation en Tailandia. La venta se efectuó por la familia del primer ministro Thaksin Shinawatra en el año 2006 y acabó desencadenando una profunda crisis política que culminó con el golpe de estado de 16 de octubre.

TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 41 y 42.

¹⁰⁷¹ MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 29-30.

¹⁰⁷² Ello afecta a la propia arquitectura jurídica en la que se enmarca la regulación del mercado de capitales. Desde los Estados Unidos, COX advirtió que *incluso la justificación económica de nuestra deferencia legislativa y normativa a los mercados está en entredicho cuando los principales participantes en el mercado no son individuos que maximizan los beneficios, sino gobiernos con intereses nacionales. Los intereses de una nación - y los intereses de su gobierno, en la medida en que son los mismos - son sin duda legítimos. Pero, por definición, los intereses de una nación se extienden más allá de la simple búsqueda de retorno de la inversión a través de los beneficios económicos y la evitación de pérdidas económicas. Los inversores y reguladores tienen que preguntarse por igual si las empresas controladas por el gobierno y los fondos de inversión siempre dirigirán sus negocios a la úsqueda de la de rentabilidad de las inversiones, o más bien utilizarán los recursos de la empresa en la búsqueda de otros intereses gubernamentales. Y si éste es el caso, ¿cuál será el efecto sobre los precios de los activos y la asignación de recursos en las economías nacionales de otras naciones? En última instancia, es un juicio*

*puede beneficiarse de una transferencia indebida de la riqueza en comparación con otros accionistas, con efectos negativos sobre los mecanismos de gobierno corporativo, las señales sobre el valor de mercado de la acción, la eficiencia del mercado de valores en general y las actuaciones de las empresas, haciendo así posible que las intervenciones regulatorias o judiciales sean deseables también desde un punto de vista económico*¹⁰⁷³. De ahí que, según advierte ROSE, *como los fondos soberanos de inversión están gestionados en beneficio de un gobierno en vez de inversores tradicionales, los fondos soberanos de inversión pueden influir en los mercados de manera diversa a los inversores tradicionales*¹⁰⁷⁴. Por ello resulta razonable cuestionarse si un marco normativo diseñado para operadores privados es el más idóneo para ellos¹⁰⁷⁵.

Como hemos dicho, se trata de un problema que no se circunscribe a los fondos soberanos de inversión, sino que se extiende a todos los vehículos de inversión de los Estados. En un capítulo anterior nos hemos detenido con el innegable riesgo de politización que generan estas operaciones y, en atención a su relevancia social, los fondos soberanos de inversión ocupan un plano muy destacado a este respecto. Ciertamente, como apuntan EPSTEIN Y ROSE, tal vez los fondos soberanos no den

que los economistas tendrán que hacer. Pero si la tendencia hacia la propiedad del gobierno o bajo control gubernamental y la inversión se acelera, como se ha pronosticado, la respuesta a esa pregunta seguirá creciendo en importancia. COX, Christopher. *The Role of Government in Markets*. Keynote Address and Robert R. Glauber Lecture at the John F. Kennedy School of Government. Harvard University. Cambridge, Massachusetts. 24 de octubre de 2007

¹⁰⁷³ MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 30.

¹⁰⁷⁴ ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1210-1211.

¹⁰⁷⁵ *Una preocupación más nebulosa es el aumento del capitalismo de Estado. Los mercados de capitales de Estados Unidos están dominados por los fondos privados que operan principalmente bajo la supervisión del gobierno federal, pero con la intervención gubernamental limitada. Algunos observadores han cuestionado si la actual estructura normativa puede gestionar la actividad de soberanos en los mercados diseñados para las operaciones con actores predominantemente privados.* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 113.

lugar a que se materialicen los riesgos que suelen generar estas controversias¹⁰⁷⁶. En efecto, un fondo soberano no es el cauce más eficaz para efectuar actividades de espionaje político o industrial. Ahora bien, ello no excluye de manera absoluta el riesgo de que puedan emplearse como instrumentos para consolidar estrategias de poder político-económico¹⁰⁷⁷ o puramente financiero¹⁰⁷⁸.

¹⁰⁷⁶ *Hasta la fecha hay escasa evidencia de que cualquier fondo soberano haya intentado activamente apalancar sus posiciones de inversión para fines políticos o para propósitos de negocios colaterales. No es posible identificar ningún ejemplo en el que un fondo soberano, de hecho, haya actuado de esta manera; los críticos de los fondos soberanos han señalado en ese lugar a la rusa Gazprom, que ha sido acusada de ejercer una influencia estratégica a través de sus inversiones en Europa Occidental. Pero el comportamiento de Gazprom no tiene tanto que ver con su control sobre los oleoductos de gas de Europa como el control del Kremlin sobre ella. Por otra parte, las empresas estatales presentan cuestiones diferentes y más desafiantes que los fondos soberanos. Como Gilson y Milhaupt han observado, "Una empresa operativa controlada por el gobierno puede tener el poder de asegurar concesiones estratégicas a una empresa extranjera como condición previa a las compras comerciales de la empresa del gobierno a la empresa extranjera o como precio de entrada en el mercado a través de una alianza estratégica". Cualquiera que sea la respuesta regulatoria apropiada a las empresas estatales, sin embargo, los fondos soberanos presentan un cuadro diferente pues siempre se han comportado como inversores modelo. Como un funcionario de Estados Unidos ha descrito: "los fondos soberanos son, en principio, inversores a largo plazo de los que se puede esperar que sigan con una asignación estratégica de activos a pesar de pérdidas a corto plazo. No están muy apalancados. Ellos no pueden ser obligados por los requerimientos de capital o las retiradas de los inversores para a liquidar posiciones rápidamente. Ellos tienen acceso a, y con frecuencia hacen uso de, gestores de fondos privados bien considerados, consultores, administradores y depositarios". EPSTEIN, Richard A. y ROSE, Amanda M. *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*. University of Chicago Law Review, Vol. 76, No. 111, 2009. Pág. 116-117.*

¹⁰⁷⁷ *Hay también maneras más sutiles y menos reguladas directamente en las que un fondo soberano puede ejercer el poder político. Por ejemplo, un gobierno puede dirigir a un fondo soberano para invertir en una empresa con el fin de fomentar que la empresa (ya sea como una condición para la inversión o tal vez ya como accionista) construya una planta de fabricación en el país con el fin de proveer puestos de trabajo, diversificar la economía, y fortalecer la base imponible del país. Tal vez más benignamente, un soberano también puede dirigir los fondos soberanos para invertir en compañías que han creado externalidades negativas o han fabricado productos que el soberano encuentra socialmente indeseables, tratando de fomentar las actividades empresariales que reduzcan o eliminen las externalidades, o den lugar a cambios en los productos o modos de producción. Por ejemplo, un fondo soberano podría invertir en un fabricante de automóviles con el fin de influir para que produzca vehículos utilizando fuentes alternativas de combustible para automóviles, o podría invertir en una compañía farmacéutica*

A este respecto, BERTIN DELACOUR advierte que *los fondos soberanos pueden suscitar el temor a que un gobierno extranjero acceda a tecnologías de defensa o las controle. Ese sería el caso si utilizaran una inversión para adquirir con fines militares tecnologías de doble uso, para privar al país de acogida de la tecnología u otros activos esenciales para su defensa nacional, o para ayudar a las agencias de investigación de un país extranjero hostil al país de acogida*¹⁰⁷⁹.

De hecho, MEZZACAPO no duda en señalar que *el reciente y rápido desarrollo de los fondos soberanos refleja que cuando las economías emergentes comenzaron a acumular un superávit en cuenta corriente también los capitales comenzaron a fluir "contra corriente" en los mercados financieros globales - es decir, de los países en desarrollo (con grandes "exceso de reservas") a los países desarrollados ricos (el capital está fluyendo "contra corriente" principalmente debido a los déficits en cuenta corriente de Estados Unidos y los superávit en cuenta corriente de China)- en contraste con la teoría económica estándar que indica que el capital financiero debe, en términos*

con el fin de fomentar el desarrollo de ciertos tratamientos. O bien, un fondo soberano puede invertir en empresas que proporcionan servicios al soberano como una manera de recuperar o reducir algunos de los costos de dichos servicios. Un soberano con un peso significativo en las inversiones en Estados Unidos también puede utilizar su inversión como moneda de cambio con el gobierno federal. Consideren al Tesoro o la Reserva Federal juntos frente a una amenaza de un soberano a retirar sus miles de millones de las empresas de Estados Unidos a menos que el Tesoro o la Reserva Federal adopten una cierta política. En todos estos aspectos, los fondos soberanos se diferencian de la mayoría de otros inversores porque tienen el potencial para ser empleado como política o instrumentos económicos en lugar de como instrumentos de inversión. ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 112-113.

¹⁰⁷⁸ *Los fondos soberanos podrían tratar de obligar a una empresa a cambiar su conducta por razones puramente financieras. La manifestación habitual de semejante comportamiento sería que el fondo soberano presionara a una sociedad de cartera para reducir los costes, en un esfuerzo para mejorar la rentabilidad de la empresa. Sin embargo, dada la idiosincrasia de los fondos soberanos, el fondo puede no estar interesado en la transferencia de beneficios para sí mismo, sino más bien a su país de origen.* SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1255.

¹⁰⁷⁹ BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris: 2009. Pág. 111.

netos, fluir de los países desarrollados más ricos a los menos ricos y los países emergentes en desarrollo¹⁰⁸⁰. A su juicio, una de las razones de semejante "paradoja" radica que los flujos de capital no están siendo necesariamente impulsados por consideraciones basadas únicamente en una tasa de rentabilidad - por ejemplo, que están fuertemente sesgados por la liquidez y /o consideraciones geopolíticas¹⁰⁸¹.

4.2.3.- Exacerbación del proteccionismo financiero inspirado por los fondos soberanos de inversión.

El tercer riesgo de los fondos soberanos para TRUMAN se concreta en una exacerbación del proteccionismo financiero inspirado por los fondos soberanos de inversión. Al aludir al riesgo de proteccionismo financiero, TRUMAN se refiere al hecho de que las actividades de los fondos soberanos de inversión puedan contribuir a una espiral proteccionista. Esta contribución se concretaría en las medidas que se pudieran adoptar como prevención o como respuesta a un incremento de sus inversiones¹⁰⁸².

Éste no es un riesgo exclusivo de las actividades de los fondos soberanos, sino que es una manifestación de las tensiones entre los partidarios de la apertura de los mercados a la inversión extranjera directa y sus detractores. Ahora bien, no es menos cierto que los fondos soberanos de inversión han protagonizado incidentes en esta línea.

El debate sobre la apertura a la inversión extranjera directa está vigente en todos los países. Este debate se centra tanto en aspectos macroeconómicos, como microeconómicos y de seguridad nacional. Ya hemos estudiado estos últimos que se

¹⁰⁸⁰ MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 34.

¹⁰⁸¹ MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 34.

¹⁰⁸² TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010.. Pág. 46.

refieren, esencialmente, a aspectos de seguridad económica. El principal problema asociado a esta dinámica es que se cause una escalada de medidas proteccionistas en un proceso de retorsión.

4.2.4.- Potencial de confusión e incertidumbre en los mercados financieros asociado a la actividad de los fondos soberanos de inversión.

El cuarto elemento de riesgo analizado por TRUMAN¹⁰⁸³ se concreta en la confusión en el mercado y la incertidumbre asociada a las actividades de los fondos soberanos de inversión. Como refleja el McKinsey Global Institute en su informe de 2007, el problema es que al introducir en sus decisiones de inversión consideraciones mercantilistas o políticas, se distorsionen las señales del mercado y se confunda al resto de operadores¹⁰⁸⁴. Esta preocupación subyace en el discurso de los principales líderes políticos occidentales, tal y como advierte BACKER¹⁰⁸⁵. Por ejemplo, en 2008 el entonces Senador Obama hizo pública durante la campaña presidencial su preocupación sobre la actuación de los fondos soberanos¹⁰⁸⁶. Unos meses antes el Comisario Almunia

¹⁰⁸³ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010.. Pás. 46 y ss.

¹⁰⁸⁴ *Una preocupación creciente entre los responsables políticos en los Estados Unidos y Europa es que las conexiones gubernamentales de los fondos soberanos de inversión en Asia y los países exportadores de petróleo pueda distorsionar sus motivos de inversión. El temor es más que invertir únicamente por la finalidad comercial de obtener rentabilidad, sus conexiones estatales puedan introducir un elemento de consideraciones políticas o mercantilistas en sus inversiones. Esto tiene el potencial de distorsionar las señales del mercado y confundir la capacidad de otros inversores para tomar decisiones, así como amortiguar la actuación de las propias compañías.* FARREL, Diana; LUND, Susan; GERLEMANN, Eva y SEEBURGER, Peter. *The new power brokers: how oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets.* McKinsey Global Institute. 2007. Pág. 39

¹⁰⁸⁵ *Sin embargo, cuando uno se mueve más allá de los actores políticos, el contexto político se vuelve más ambiguo. Los gestores financieros occidentales, por ejemplo, son mucho más entusiastas enfatizando los aspectos participativos en el mercado de la operativa de los fondos soberanos.* BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience.* Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 56.

¹⁰⁸⁶ *Obama says concerned about sovereign wealth funds.* Reuters. 7 de febrero de 2008.

había advertido que *como los fondos soberanos son poseídos por los Estados y no por compañías privadas, algunos temen que algunos fondos no estén gestionados sobre una base puramente comercial, sino que están persiguiendo objetivos nacionales más amplios. Su falta de transparencia alimenta estas dudas*¹⁰⁸⁷.

Por el contrario, desde los ámbitos financieros se ha tratado de enviar un mensaje de mayor tranquilidad respecto de los fondos soberanos de inversión, que BACKER no duda en calificar de más ambiguo e incluso entusiasta¹⁰⁸⁸. Así, en el año 2007 el servicio de estudios del banco de inversión GOLDMAN SACHS publicó un estudio con el expresivo título “*En defensa de los fondos soberanos de inversión*”¹⁰⁸⁹. Por un lado, calificaba a los fondos soberanos de inversores sofisticados que buscaban diversificar su cartera¹⁰⁹⁰. Por otro, señalaba que no existían pruebas de que los fondos soberanos fuesen un vehículo de inversiones políticas; es más, lo más razonable para este tipo de conductas sería acudir a otros instrumentos de inversión¹⁰⁹¹.

¹⁰⁸⁷ ALMUNIA, Joaquín. *The EU response to the rise of Sovereign Wealth Funds*. Discurso pronunciado en el Crans Montana Forum en Bruselas el 2 de abril de 2008. SPEECH/08/165.

¹⁰⁸⁸ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 52 y ss.

¹⁰⁸⁹ O’NEILL, Jim, NIELSEN, Erik F y BAHAJ, Saleem. *In defence of Sovereign Wealth Funds*. Global Economics Paper N° 167. Goldman Sachs Economic Research. 2008.

¹⁰⁹⁰ *En realidad, muchos fondos soberanos son inversores tan sofisticados como los inversores privados más ilustrados en Occidente. De hecho, el aumento de la asignación de reservas de divisas a los fondos soberanos de muchos países está motivado principalmente por el deseo de diversificar las reservas frente a la anterior concentración en valores de renta fija a corto plazo, en gran parte del Tesoro de Estados Unidos, y en una selección más amplia de activos, con miras a la creación de algún tipo de protección contra la inflación y los movimientos de divisas individuales.* O’NEILL, Jim, NIELSEN, Erik F y BAHAJ, Saleem. *In defence of Sovereign Wealth Funds*. Global Economics Paper N° 167. Goldman Sachs Economic Research. 2008. Pág. 2

¹⁰⁹¹ *Si bien la preocupación por las adquisiciones por motivos políticos en Occidente podría estar justificada, hasta la fecha no hay evidencia de que se esté convirtiendo en un problema con respecto a los fondos soberanos y, en nuestra opinión, no hay ninguna perspectiva seria de que se convierta en uno. De hecho, fijarse en los fondos soberanos como vehículo de una inversión de este tipo parece fuera de lugar. A pesar de una estrecha vigilancia por la prensa, el único ejemplo de un posible conflicto conocido por nosotros es el ampliamente elogiado Norwegian Government Pension Fund-Global, del que se ha informado que votó en una junta de accionistas a favor de una limitación más estricta de la emisión de*

Sin embargo, el principal problema en este punto es como puntualiza ROSE la falta de transparencia de que adolecen los fondos soberanos de inversión en comparación con otros grandes inversores¹⁰⁹². En efecto, como señala GALLO, *otra área principal de preocupación, tanto para los estados de acogida como de origen de los fondos soberanos, es el nivel de transparencia de su estructura, la gobernabilidad, la cantidad de la inversión, objetivos y estrategias de inversión. Como cuestión de hecho, no hay ninguna duda de que los fondos soberanos cuyas inversiones están dirigidas a la consecución de objetivos políticos, en lugar de sobre la base de propósitos orientados a los negocios, son los que tienen más probabilidades de ser opacos. Es cierto que también los hedge funds y firmas de private equity son opacos, pero la diferencia es que se dejan llevar por objetivos particulares: una amenaza más grave para los Estados de acogida, así como para los operadores del mercado es que las entidades públicas que deben perseguir objetivos exclusivamente comerciales estén en realidad influidas por las actitudes políticas*¹⁰⁹³.

Ciertamente, como acabamos de indicar, no se trata de una característica propia

gases de efecto invernadero a Exxon Mobil que lo que se aplica en virtud de la legislación noruega a la empresa estatal Statoil Hydro. La práctica común entre los nuevos fondos soberanos ha sido la de liberarse de cualquier conflicto, lo que se percibe, por ejemplo, al renunciar a los derechos de voto asociados a sus grandes inversiones. En la medida en que los gobiernos quieren hacer inversiones por motivos políticos, es mucho más probable que lo hagan a través de empresas bajo control o de propiedad estatal, en las que reside la experiencia técnica para cualquier posible transferencia de tecnología, en lugar de utilizar los fondos soberanos. O'NEILL, Jim, NIELSEN, Erik F y BAHAJ, Saleem. In defence of Sovereign Wealth Funds. Global Economics Paper N° 167. Goldman Sachs Economic Research. 2008. Pág. 2

¹⁰⁹² *Para agravar este problema regulatorio está el hecho de que los fondos soberanos son, como grupo, menos transparentes en comparación con otros inversores institucionales más regulados como los fondos de pensiones y fondos mutuos. Sólo unos pocos fondos soberanos publican información sobre su tamaño, el rendimiento, la composición de sus carteras, sus objetivos de inversión, y sus políticas de delegación de voto. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 114.*

¹⁰⁹³ GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union.* Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 6.

de los fondos soberanos, sino que se puede apreciar también en otro tipo de inversores como hedge funds o compañías de private equity. Los defensores de los fondos soberanos sostienen que este paralelismo no está justificado, por cuanto son distintos de aquellos otros dos tipos de inversores en sus actividades especulativas y recurso al apalancamiento. Sin embargo, no hay una evidencia empírica clara que permita apreciar esa diferencia de comportamiento¹⁰⁹⁴.

Aun admitiendo que la mayoría de los expertos señalan que los fondos soberanos de inversión han sido en el pasado un factor de estabilización, en el actual contexto no parece que estas conclusiones sean suficientes para el público general¹⁰⁹⁵. No en vano, el origen de los fondos y los objetivos que se persigan con ellos son una preocupación para muchos analistas¹⁰⁹⁶. En efecto, es verdad que durante el período

¹⁰⁹⁴ Estructuralmente los fondos soberanos son distintos a los hedge funds. Por un lado, los primeros no están sometidos a las mismas presiones de redención y, por ello, no tendrían que ser tan agresivos en busca de altas tasas de retorno. Por otro lado, los fondos soberanos suelen estar sometidos a un grado de regulación implícita en sus países bastante más elevado que los hedge funds. No obstante, los fondos soberanos han venido invirtiendo en hedge funds, compañías de private equity y otras instituciones financieras que suelen recurrir a altos grados de apalancamiento. Por tanto, puede concluirse que presentan perfiles similares con la salvedad de que los fondos soberanos presentan un mayor tamaño.

¹⁰⁹⁵ *En consecuencia, el potencial de los fondos soberanos para contribuir a las turbulencias del mercado y la incertidumbre está ahí, como sucede en el caso de cualquier clase de entidades financieras donde poca gente gestiona grandes cantidades de dinero. Por su propio interés estos inversores deben portarse responsablemente, pero no tiene que ser siempre así, y los accidentes suceden. Para el público general, no es suficiente que los dueños y los gestores de los fondos digan “confíen en nosotros”.* TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 52.

¹⁰⁹⁶ *Los fondos soberanos carecen notoriamente de transparencia. Los fondos soberanos suelen difundir poca o ninguna información con respecto a sus carteras de activos, la estrategia de inversión o los objetivos a largo plazo. El objetivo de algunos fondos soberanos es simplemente diversificar para el Estado los excedentes de tesorería invirtiendo en una variedad mundial de activos, tales como acciones y bonos del Tesoro. La mayoría de los fondos soberanos son probablemente inversores benignos, donde el Estado está buscando un retorno moderado en su capital, sin los riesgos asociados a mantener el capital en sus bancos centrales. Sin embargo, algunos analistas temen que estados como Rusia y China puedan comprar grandes participaciones en sociedades occidentales para ejercer influencia política. Por otra parte, los Estados que pueden tener fuentes de ingresos ilícitas y estar transfiriendo ese capital en un fondo soberano y a su vez comprar activos occidentales.* LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth*

2007-2008 la reacción de los mercados a las inversiones de los fondos soberanos en instituciones financieras fue positiva. Como consecuencia de esa actividad los precios en bolsa de esas instituciones subieron, pero, como apunta TRUMAN, la reacción de los mercados habría sido muy distinta en el caso de que los fondos soberanos hubieran adoptado decisiones de venta¹⁰⁹⁷.

En este sentido, ROSE advierte que *algunos autores se preocupan de que los fondos soberanos puedan crear riesgos sistémicos únicos. Aunque los fondos soberanos puedan proporcionar el capital que necesitan los mercados de Estados Unidos, como lo demuestran los casi treinta y siete mil millones de dólares invertidos en sus entidades financieras entre junio de 2007 y febrero de 2008, a menudo toman grandes posiciones en acciones (en términos de valor de la inversión, aunque por lo general no en términos de poder de voto). Estos grandes flujos de capital pueden inflar los precios de los activos. Además, un fondo soberano podría causar importantes crisis si, por razones de exigencia nacional, el fondo soberano debe liquidar sus posiciones*¹⁰⁹⁸.

El problema es, en definitiva, la falta de transparencia de los fondos soberanos de inversión y su incidencia en la volatilidad de los mercados¹⁰⁹⁹. En efecto, según BASSAN, *muchos observadores creen que el problema planteado por las eventuales actividades de los fondos soberanos se refiere principalmente a dos aspectos: falta de transparencia y propósitos perseguidos, bien estratégicos o políticos –en cualquier caso no puramente comerciales. Estos riesgos eventuales podrían ocurrir si no hay una regulación que exija que los fondos soberanos revelen al mercado el tamaño de sus*

Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U. Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág 99.

¹⁰⁹⁷ TRUMAN, Edwin M. Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation? Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pás. 50.

¹⁰⁹⁸ ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 115.

¹⁰⁹⁹ *Los medios de comunicación, y las preocupaciones gubernamentales se centraron en los fondos soberanos por su falta de transparencia, el potencial de transferencia de tecnología, y la posibilidad de los gobiernos para influir en decisiones de gestión que benefician a la nación en lugar de optimizar el valor para el accionista.* AFYONOGLU, Gokhan; HIBBARD, Stephen; KALAOUI, Hussein; MCCORD, Katherine; SHULTZ, Forest; THOMSON, Alexandra y WILLIG, Spencer. The Brave New World of Sovereign Wealth Funds. Lauder Institute of Management & International Studies, University of Pennsylvania. 2010. Pág. 4.

*inversiones, sus estrategias, objetivos, propósitos, instrumentos planificados y reglas de gobernanza, así como las prácticas implementadas para asegurar propiamente una gestión de riesgos*¹¹⁰⁰.

4.2.5.- Conflictos de intereses entre los países con fondos soberanos de inversión y los países en los que invierten.

Finalmente, TRUMAN destaca que las actividades de los fondos soberanos de inversión, y en general de las empresas controladas por los gobiernos, son un foco de conflictos de intereses entre los países con fondos soberanos de inversión y los países en los que invierten¹¹⁰¹. Desde un punto de vista subjetivo, estos conflictos se producen, por una parte, entre el sector público y el privado y, por otra, entre los gobiernos. Desde un punto de vista objetivo estos conflictos de intereses son políticos, financieros o económicos.

En esta línea ROSE pone de manifiesto que en las transacciones con fondos soberanos de inversión existe una tensión entre intereses contrapuestos. Por un lado, tendríamos los intereses del Estado receptor que vendrían motivados por razones de seguridad nacional. Estos intereses se manifiestan en aspectos los regulatorios y políticos asociados. Por otro, tendríamos los intereses financieros de la empresa objetivo que, en algunos casos, se puede encontrar en una situación de relativa debilidad. Si está en liza la seguridad nacional, la tensión entre la posición financiera y negociadora de la empresa y los factores políticos y regulatorios afectan a la estructura de la operación¹¹⁰².

Los conflictos de intereses entre el sector público y el privado son los propios de la intervención del Estado a través de personificaciones instrumentales en la economía, si bien es cierto que presentan matices novedosos. Las compañías objetivo y los estados receptores en principio están interesados en acceder a proveedores extranjeros de

¹¹⁰⁰ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 11.

¹¹⁰¹ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 52 y ss.

¹¹⁰² ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1207.

capitales extranjeros. Sin embargo, los intereses de ambos, aunque se superponen en algunos aspectos, en otros presentan características singulares¹¹⁰³. Indica ROSE que *no se espera que las compañías estén tan interesadas como los reguladores estatales en el impacto geopolítico de los fondos soberanos, excepto en el caso de que la política afecte a su negocio*¹¹⁰⁴.

En general, las compañías objetivo prefieren atraer a los inversores a largo plazo. La principal ventaja es que *la inversión a largo plazo favorece que la empresa tome una perspectiva en el largo plazo* y, más que centrarse en los resultados trimestrales, se preocupe de generar valor perdurable¹¹⁰⁵.

Los administradores y gestores de las empresas suelen preferir inversores pasivos más que los activos. Los inversores activos pueden ser una amenaza si intentan obtener el control de la empresa. Por ello, las empresas quizá prefieren fondos soberanos de países no democráticos. En los Estados Unidos esta clase de inversores suelen verse obligados por la CFIUS a ser pasivos con respecto a la seguridad nacional y, en consecuencia, a centrarse en la rentabilidad. Por el contrario, fondos soberanos de países democráticos pueden ser más susceptibles de presiones políticas en su gestión¹¹⁰⁶. No obstante, la presencia de esta clase de inversores presenta perfiles totalmente distintos a los del inversor particular en lo relativo a la maximización del valor de la compañía¹¹⁰⁷, incluso persiguiendo finalidades propias de una inversión

¹¹⁰³ ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1217.

¹¹⁰⁴ ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1216.

¹¹⁰⁵ ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1219.

¹¹⁰⁶ ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Págs. 1219-1220.

¹¹⁰⁷ *La lógica económica de las sociedades cotizadas subraya un problema que distingue los fondos soberanos de otros accionistas no transparentes. En una corporación cotizada con unas participaciones muy diluidas, la riqueza de los accionistas no se ve afectada por una actuación que no sea a través del valor de las acciones de la compañía, una condición que resulta de que los accionistas que posean una cartera diversificada en un mercado de capitales es eficiente. En esa circunstancia, todos los accionistas*

socialmente responsable¹¹⁰⁸.

El aumento de los costes de transacción también afecta a otra preocupación de la empresa objetivo: su coste de capital. Una supervisión regulatoria más estricta incrementa el coste de capital en la medida en que el fondo soberano deseará una compensación financiera por las restricciones al control de la empresa, las limitaciones a la negociación con los títulos adquiridos o la posibilidad de revocación de la operación. En el caso de inversores pasivos estos riesgos se reducen, pero aun así

*estarán de acuerdo en que la empresa debe maximizar el valor de sus acciones (aunque todavía puedan diferir en cómo se logra mejor esto) -lo que los economistas llaman el "principio de unanimidad". Sin embargo, este compromiso compartido con la maximización de los beneficios no se mantiene si un accionista puede beneficiarse de actividades de la empresa de manera que otros accionistas no pueden. Por ejemplo, un accionista que posee una taberna en la calle de una de las fábricas de la corporación tendrá una visión diferente sobre el cierre de esa planta que otros accionistas; el dueño de la taberna podrá oponerse al cierre de la planta, incluso si el cierre de la planta es mejor para la empresa. En este sentido, un fondo soberano puede tener un motivo estratégico además de, o en lugar de, un motivo de inversión. GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1361.*

¹¹⁰⁸ *Los fondos soberanos tienen también el potencial para tener éxito en formas de activismo en las que los inversores privados activistas sólo han tenido resultados parciales. El Profesor Fleischer destaca la posibilidad de que la decisión del gobierno de Estados Unidos de salvar a Fannie Mae y Freddie Mac, en la forma en que lo hizo, diluyendo el capital de los accionistas, dejando a los tenedores de deuda relativamente indemnes, podría haber estado parcialmente relacionada con el hecho de que China era el titular de deuda más importante de ambas compañías. Un soberano también puede utilizar un fondo de su propiedad como un instrumento para promover la inversión socialmente responsable, tal vez mediante la compra de acciones de una empresa manufacturera de lo que el soberano cree que son "malos" productos y usar la influencia del fondo soberano como accionista para alterar la conducta de la empresa. Por ejemplo, el fondo soberano de Noruega es conocido por su fuertes posiciones sociales en una variedad de cuestiones, tomando un enfoque "socialmente responsable" en la inversión. Su fondo ha desinvertido y vetado al gigante minero Rio Tinto por un supuesto daño al medio ambiente. Alternativamente, el fondo noruego anunció que no desinvertiría en la compañía americana Estados Unidos Monsanto, ya que el fondo había influido positivamente en Monsanto abuso para reducir el trabajo infantil en la India. SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1255-1256.*

suponen un coste¹¹⁰⁹.

A nuestro modo de ver, donde las posibilidades de conflicto de intereses presentan unos matices especialmente ricos es en las relaciones entre gobiernos¹¹¹⁰. La principal preocupación de los estados es asegurarse que los fondos soberanos están invirtiendo por motivos estrictamente comerciales. Del mismo modo, los estados desean mantener su propio poder político y económico y, desde esta perspectiva, los fondos soberanos pueden ser una amenaza¹¹¹¹. De manera puramente convencional, podemos incidir en cuatro focos de conflictos relacionados entre sí: los estrictamente políticos, los financieros, la incidencia en sectores regulados y el otorgamiento de ventajas competitivas a campeones nacionales.

Desde el punto de vista político, como ya hemos visto, la actuación de los fondos soberanos puede incidir en las relaciones internacionales entre estados. Las implicaciones de estos conflictos van más allá de las que sugiere el caso de las quejas norteamericanas respecto del fondo soberano noruego. Como apunta TRUMAN el crecimiento de estos fondos produce una redistribución de riqueza entre los distintos países y entre el sector público y el privado cuyas consecuencias se pueden extender a

¹¹⁰⁹ ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1221.

¹¹¹⁰ *La nación receptora, por su parte, tiene un inversor ideal distinto del de la empresa objetivo, aunque coincida en algunas características. Aunque el Estado receptor prefiera por lo general un inversor pasivo, en el caso de los Estados Unidos, sólo es objeto de control regulatorio la pasividad respecto de participaciones significativas en términos de control y que puedan afectar a la seguridad nacional. La nación receptora además no suele preferir a los inversores patrocinados por rivales políticos y económicos, sobre todo si tiene poca capacidad de reacción como consecuencia del apalancamiento político o financiero disfrutado por el país patrocinador. Del mismo modo, a igualdad de condiciones, preferirá las inversiones procedentes de una democracia en atención a la mayor transparencia y la posible similitud en la regulación de los fondos soberanos. Ahora bien, en algunos casos el hecho de que el país de origen sea democrático puede suponer que sea susceptible a las presiones de sus ciudadanos. La falta de transparencia, por su parte, fomenta la suspicacia y crea un mayor riesgo político y regulatorio.* ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1221-1222.

¹¹¹¹ ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1217.

las relaciones entre estados. En efecto, el poder financiero asociado a los fondos puede emplearse por naciones con un sistema político y de valores distinto al occidental para influir en otras naciones.

Por lo que se refiere a los aspectos financieros, los fondos soberanos de inversión movilizan importantes sumas de dinero. Los efectos de sus operaciones sobre los mercados pueden ser bastante significativos y plantean ciertos riesgos. Para paliar estos efectos, algunos autores sostienen que los fondos deberían ejecutar sus inversiones a través de mandatos concedidos a intermediarios. No obstante, este recurso no garantiza por sí mismo la ausencia de conflictos, por cuanto su eficacia depende del control que se ejerce sobre el mandatario. Si dispone de autonomía plena, no hay el menor riesgo. Por el contrario, si dispone de instrucciones definidas, el intermediario puede aprovecharlas en su beneficio y si hay una participación activa del fondo el flujo de información privilegiada puede ser recíproco.

El tercer foco de conflictos se presenta en las inversiones en sectores regulados. En estos sectores las empresas que intervienen están sometidas a regímenes de supervisión e intervención públicas. Estos regímenes implican obligaciones y prerrogativas que se establecen en atención al interés general que presentan los servicios que prestan. Desde esta perspectiva, cabe plantearse si este tipo de regímenes son compatibles con la propiedad de un gobierno extranjero, aunque ejerza un control indirecto o incluso ningún tipo de control.

A este respecto nos parecen sumamente ilustrativas las reflexiones que sobre el sector bancario efectúa TRUMAN¹¹¹². Según indica este autor las instituciones

¹¹¹² *Semejante posibilidad está muy lejos de ser una mera conjetura. La presencia de entidades gubernamentales operando en el sector financiero está ampliamente extendida. Incluso en un país como los Estados Unidos existen instituciones financieras en el sector público. Si el gobierno que controla esas instituciones es el propio, no hay problemas en este sentido. Podrá cuestionarse si son eficientes y efectivas, pero están sujetas a control gubernamental y sus operaciones suelen ser razonablemente transparentes. Ahora bien, cuando el gobierno que está detrás es extranjero, bien porque controle la entidad o porque tenga una participación significativa en el capital, la cuestión es bastante más delicada. En principio, la institución, sus consejeros e incluso sus accionistas estarán sujetos al régimen de supervisión y regulatoria de las entidades financieras. Sin embargo, incluso en el caso de una*

financieras están sometidas a un régimen regulatorio por dos tipos de razones. Por un lado, porque sus actividades son vistas prácticamente como un servicio público y, por otro, porque disfrutaban de privilegios especiales (acceso a ventanas de descuento, garantía de depósitos y sistemas de pago). Desde esta perspectiva cabe preguntarse si semejante status es compatible con la presencia de un gobierno extranjero¹¹¹³.

El cuarto foco de conflictos se plantea en la medida en que los fondos soberanos pueden emplearse para conferir una ventaja estratégica para ayudar a los campeones nacionales. Los gobiernos pueden usar sus fondos soberanos para invertir en empresas públicas y privadas de sus respectivos países. Ello genera fricciones en materia de

participación significativa no asociada al nombramiento de un consejero, cabe cuestionarse si el gobierno extranjero ejercerá una influencia indebida en las decisiones de negocio. En el caso de entidades financieras resulta factible vaciarlas o desviar sus actividades. TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 54 y ss.

¹¹¹³ Para ilustrar que estos riesgos son reales TRUMAN ofrece tres ejemplos concretos. En primer lugar, tras el anuncio de la inversión de ADIA en Citigroup en 2007, el Wall Street Journal informó que ADIA había hecho saber a Citigroup que no vería con buenos ojos que se buscara capital adicional que diluyese la participación de ADIA. No es el primer inversor que plantea esta cuestión y, aparentemente, los administradores de Citigroup hicieron caso omiso. No obstante, la situación se complicó cuando la situación financiera de Citigroup se fue deteriorando. Así en diciembre de 2009 ADIA presentó una demanda por haber suministrado información falsa y el gobierno de los Estados Unidos a su vez adquirió capital de la institución para rescatarla. Las cosas se volvieron más complejas cuando otros gobiernos se vieron implicados en el caso, como el mexicano en la medida en Citigroup era la propietaria del Banco Nacional de México (Banamex).

Un segundo ejemplo se produjo el 10 diciembre de 2007 cuando UBS hizo público que un inversor estratégico de Oriente Medio había invertido 1.780 millones de dólares en la entidad. De acuerdo con el Derecho americano, no hay obligación de comunicar las adquisiciones de menos de un 5%, pero existe la costumbre de informar de las adquisiciones de participaciones inferiores pero significativas, salvo casos de OPA hostil. El anuncio generó una gran polémica en los medios de comunicación y una oleada de comentarios al respecto.

El tercer caso que presenta TRUMAN se refiere a China. La CIC posee el control de los principales bancos chinos a través de Central Huijin Investment Company. Ello supone que cada vez que un banco chino abre una sucursal en los Estados Unidos su propietario se convierte en una *bank holding company* sujeto a supervisión de la Reserva Federal.

Vid. TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. págs. 55-56.

subsidios, en la medida en que la inversión puede servir de cauce para dar a la empresa una ventaja competitiva¹¹¹⁴.

Ciertamente todos estos riesgos no son exclusivos de los fondos soberanos, sino que surgen en el caso de cualquier otra inversión patrocinada por un gobierno extranjero. Ahora bien, en el caso de los fondos soberanos surgen de manera adicional como consecuencia de la opacidad de su actuación.

Dicho esto, no deben menospreciarse los beneficios que pueden derivarse de la inversión a través de los fondos soberanos¹¹¹⁵. Desde un punto de vista abstracto, una

¹¹¹⁴ Como recuerda TRUMAN el 18 de agosto de 2008 el Hindustan Times anunció el establecimiento de un fondo soberano indio. De acuerdo con la noticia, consistiría una ayuda a las compañías indias a través de su adquisición y la posibilidad de permitir mayores retornos de las reservas de divisas. Igualmente, una de las primeras inversiones de la CIC fue acudir a la OPV en Hong Kong de China Railway Group. Vid. TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010., pág. 56.

¹¹¹⁵ *A primera vista, puede ser difícil de entender por qué las inversiones en participaciones que no son de control por parte de los fondos soberanos son controvertidas. Las ventajas son claras. Las inversiones en acciones sirven para reciclar los excedentes comerciales y aumentar la oferta de fondos al mercado de valores, lo que reduce el coste del capital, al igual que la inversión de las reservas de divisas extranjeras de los gobiernos extranjeros en instrumentos de deuda del gobierno de Estados Unidos ha reducido las tasas de interés en Estados Unidos. La inversión en renta variable, en comparación con la inversión en deuda, también es más estable, ya que su retirada es menos perjudicial que la retirada del mercado de deuda. De hecho, debido a que las inversiones de renta fija reflejan valores de largo plazo, estas inversiones harán rehenes a los fondos soberanos respecto de la salud de las economías en cuyas corporaciones que invierten. A diferencia de la deuda pública, los fondos soberanos no pueden mantener inversiones de renta fija hasta que vencen y negarse a reinvertir. Por el contrario, las inversiones de capital deben ser vendidas a un comprador dispuesto a la luz de cualquier cambio en las circunstancias, incluyendo las acciones del soberano en particular; los fondos soberanos y sus gobiernos, cargan con los costes de cualquier disminución en el valor de la renta variable. Por lo tanto, el aumento de las inversiones de capital por parte de los fondos soberanos de los nuevos regímenes mercantilistas es, posiblemente, una mejor forma de reciclar los fondos entre el capitalismo estatal y el capitalismo de mercado que las inversiones de deuda soberana. Por último, los fondos soberanos suministran una fuente de liquidez en circunstancias en las que puede ser muy necesario. Las inversiones de los fondos soberanos en los bancos comerciales y de inversión de Estados Unidos tras el agotamiento de su capital como consecuencia de la crisis de la deuda subprime, por ejemplo, en Citigroup, Bear Stearns, Merrill*

inversión considerable a través de los mismos hace que los intereses del Estado emisor se alineen con los del Estado receptor de la inversión y de la empresa objetivo¹¹¹⁶. Además han servido de instrumento para corregir los desequilibrios económicos derivados del proceso de globalización, lo cual ha redundado en beneficio tanto de los emisores como de los receptores¹¹¹⁷. En el caso concreto de la crisis de las subprime la estabilidad de su inversión fue especialmente apreciada¹¹¹⁸.

Lynch y Morgan Stanley ha proporcionado por capital necesario que de otra manera no podría haber estado fácilmente disponible. GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1360.

¹¹¹⁶ *Los fondos soberanos de inversión han proporcionado y seguirán proporcionando tanto al inversor soberano como a los países de acogida numerosas externalidades positivas más allá de los beneficios para el emisor previstos a través de cualquier inversión específica. La inversión considerable de los fondos soberanos de inversión hace a la nación de los inversores un socio para la salud económica del país de acogida. La inversión de los fondos soberanos también puede conducir a mercados más abiertos y que funcionen mejor en la nación de los inversores. Por ejemplo, las recientes inversiones de CIC en empresas de Estados Unidos pueden alentar la reciprocidad de China y proporcionar a las empresas de Estados Unidos un mejor acceso a los mercados en desarrollo de China. La alineación de los intereses empresariales con intereses soberanos a través de fondos soberanos de inversión también podría ayudar en áreas como la protección de patentes y derechos de autor. Una gran inversión por el CIC en las empresas de medios de comunicación americanas, por ejemplo, podría incentivar a China a proteger los derechos de propiedad intelectual de manera más eficaz. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 110-111.*

¹¹¹⁷ *Hasta el momento, los fondos soberanos han cumplido una función poderosa y positiva en dos aspectos:*

- Han proporcionado a los países en desarrollo y con rápido crecimiento un medio de invertir unas ganancias inesperadas para un uso futuro. La capacidad de absorción interna entre la mayoría de los productores de productos básicos-y del grupo de países de vanguardia en el proceso de globalización (incluida China) -ha sido insuficiente para distribuir los beneficios enormes y excepcionales de los últimos años de manera eficiente. Invertir las ganancias de una manera diversificada hasta que la capacidad interna se desarrolle parece totalmente prudente.

- En la medida que la redistribución de los factores de producción y los recursos en Occidente para ajustarse en un ejercicio de reequilibrio global se ha complicado, los fondos soberanos han proporcionado un capital especialmente necesario para las naciones y los sectores que dependen del capital extranjero. O'NEILL, Jim, NIELSEN, Erik F y BAHAJ, Saleem. In defence of Sovereign Wealth Funds. Global Economics Paper N° 167. Goldman Sachs Economic Research. 2008. Págs. 2-3

¹¹¹⁸ *Los fondos soberanos también se consideran generalmente como inversores estables por*

Ahora bien, desde un punto de vista económico, no sería descabellado que los fondos soberanos adoptaran una actitud más activa con respecto a sus inversiones¹¹¹⁹. Es más, una lógica estrictamente financiera basada en la obtención de mayores rendimientos alimenta esta posibilidad, ya que la más elemental diligencia como inversores les obliga a controlar el funcionamiento de las compañías objetivo¹¹²⁰. La compra de acciones sin una supervisión activa de la inversión puede conducir a pérdidas que comprometan la responsabilidad de los gestores de los fondos soberanos¹¹²¹.

Departamento del Tesoro de los Estados Unidos La estabilidad de la inversión ha sido especialmente apreciada en el período de volatilidad asociado con crisis de las subprime que afectó a numerosas inversiones de fondos soberanos en las firmas financieras de los Estados Unidos ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Págs. 110-111.

¹¹¹⁹ *Este activismo emergente de los fondos soberanos será probablemente el resultado de la convergencia de varios factores: 1) como los fondos soberanos de inversión han pasado de los títulos estatales seguros a las acciones de las grandes corporaciones, el porcentaje de activos de los fondos soberanos invertidos en los mercados mundiales de renta variable ha alcanzado un nivel suficientemente alto para afectar al rendimiento general del fondo, creando unos fuertes incentivos para obtener un rendimiento "por encima de la media", 2) la expansión en los mercados mundiales de renta variable se produjo al mismo tiempo que una severa recesión mundial que expuso a los fondos soberanos a pérdidas sustanciales, lo que acelera el cambio de inversores pasivos a supervisores activos, y 3) el atractivo de lograr objetivos tanto financieros como políticos consolidará una política más activista.* SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1249.

¹¹²⁰ *El cambio en los activos de los instrumentos conservadores como bonos del Estado a otros más arriesgados como la renta variable ha dado como resultado cientos de miles de millones de dólares invertidos en las bolsas mundiales. El porcentaje global de cartera de los fondos soberanos invertido en renta variable en comparación con la deuda ha llegado a un punto en el rendimiento de las acciones de afectará dramáticamente el rendimiento global de la cartera del fondo soberano. [...] Los fondos soberanos se sienten presionados para obtener un rendimiento por encima de mercado vuelve no sólo para superar a la competencia, sino también para ofrecer beneficios importantes para sus propietarios gubernamentales y a la población nacional. La demanda para obtener dichas rentabilidades precisará que los fondos soberanos supervisen los consejos de administración y los altos directivos, para garantizar que sus inversiones son productivas y las empresas están bien administradas.* SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1250.

¹¹²¹ *La presión para controlar se verá acentuada por la grave presión interna sobre los fondos*

El problema que plantean los fondos soberanos de inversión es, en consecuencia, que *los fondos soberanos son actores cada vez más importantes en mercados que no fueron expresamente diseñados para regular su participación*¹¹²². En palabras de ROSE, *las preocupaciones sobre los fondos soberanos se centran en las formas en que sus actividades pueden ser diferentes de las de otros inversores y las limitaciones de los países de acogida en la regulación tales actividades*¹¹²³. En esta coyuntura *aunque tenga sentido que la comunidad de fondos soberanos proporcione más información que en la actualidad, los políticos occidentales deberían darse cuenta en mayor medida de los cambios en la naturaleza y el equilibrio de la escena económica mundial y en la distribución de poder*¹¹²⁴.

BACKER señala que *la evolución de la industria de propiedad estatal clarifica problemas de derecho y política que extienden las actuales concepciones en un modo nuevo e inexplorado. Si los inversores soberanos son entendidos como actores privados participando en los mercados, entonces esto podría sugerir inclinarse por la igualdad*

soberanos, que son los custodios de sus tesoros nacionales. La expansión de los fondos soberanos en el capital mundial coincidió con el pánico financiero mundial de 2008-2009, que se tradujo en sustanciales pérdidas. Los fondos soberanos sufrieron grandes pérdidas, debido en parte a las pobres decisiones de gestión de los consejos de administración de las corporaciones en las que invirtieron. Sin embargo, como los profesores Gilson y Milhaupt han señalado, aunque algunos de los fondos soberanos perdieron grandes sumas de dinero en esas empresas, siguieron invirtiendo en ellas. Mientras los fondos soberanos, al igual que todos los inversores, deben prestar atención a su línea de fondo, también deben responder a su ciudadanía. Incluso naciones que no son democráticas tendrán alguna autoridad gubernamental tratando de garantizar que la riqueza nacional no está mal gestionada. Semejante presión se debe no sólo al perfil cada vez más alto de los fondos soberanos, sino también a la creciente importancia que muchos estados de origen les atribuyen. Basándose en su experiencia durante la crisis, los fondos soberanos pueden concluir que simplemente la compra de acciones sin supervisión activa corre el riesgo de incurrir en graves pérdidas. SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1250.

¹¹²² ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 114.

¹¹²³ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 111.

¹¹²⁴ O'NEILL, Jim, NIELSEN, Erik F y BAHAJ, Saleem. *In defence of Sovereign Wealth Funds*. Global Economics Paper N° 167. Goldman Sachs Economic Research. 2008. Pág. 12

*de trato de los estados como entidades privadas. Por otro lado, si los inversores soberanos y sus instrumentos se entienden como instrumentos del estado, entonces estas entidades pueden ser entendidas como instrumentos que proyectan el poder del estado en el territorio de otros estados, haciendo una solución política más probable*¹¹²⁵.

La globalización económica en cierta medida ha supuesto revisar los conceptos tradicionales de poder y de derecho, y las relaciones entre el poder público y poder privado. En este nuevo contexto, los Estados no se limitan a ejercer las formas tradicionales de poder público, sino que han pasado a participar en los mercados en pugna por el poder económico. No se trata de la tradicional distinción entre empresas públicas y privadas ya que no se limitan al ámbito interno, sino que se trata de actuar más allá de las fronteras nacionales¹¹²⁶. No en vano, PADRÓS Y COCCILO concluyen que *los Estados, participando o interviniendo en una empresa, pueden extender su capacidad de regulación más allá de las fronteras nacionales. Así que la corporate regulation se transforma en un instrumento indirecto de market regulation. Entonces, separar de forma tan simple lo público de lo privado [...] tiene muchos límites. La intervención pública económica y la participación pública en las empresas plantean numerosos y complejos desafíos*¹¹²⁷.

¹¹²⁵ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 5.

¹¹²⁶ *Los estados ya no se limitan a ejercer las formas tradicionales (y tradicionalmente limitadas) de poder público. En vez ello, los estados han empezado a rediseñarse como participantes significativos por el poder económico en los mercados. Esta participación de los estados directamente en los mercados (producción, propiedad, finanzas y similares) no es meramente en la vieja y bastante domesticada forma de los regímenes políticos de planificación central y pública, o en la forma de propiedad que tradicionalmente constituyen las empresas estatales, i.e. las empresas mercantilistas/marxistas-leninistas con una larga y bien conocida historia y finalidad. Lo que distingue a la actividad soberana de su forma de mediados del siglo XX es el deseo de los estados de no sólo limitar su control a las economías internas, sino también invertir su riqueza financiera fuera de sus fronteras nacionales.* BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 10-11.

¹¹²⁷ PADRÓS, Carlos y COCCILO, Endrius. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales*.

Como recuerda BASSAN, *de hecho, uno debería admitir que no existen campos de juego políticos y económicos separados donde los estados y las compañías operan respectivamente. De manera creciente las corporaciones trasnacionales regulan los mercados en los que participan, y los estados participan en los mercados económicos (tanto nacionales como internacionales) como operadores. Ambos hacen un uso político de su poder financiero tratando de influir en el mercado en el que operan*¹¹²⁸. En este contexto los Estados han acumulado masas de riqueza sometida a Derecho privado que, en algunos casos, les otorgan un poder superior al que les corresponde como Estado soberano en el panorama internacional¹¹²⁹.

Como acertadamente precisa BACKER, *de igual modo que las grandes acumulaciones de riqueza privada asustaban a las autoridades públicas en el siglo XX, grandes acumulaciones de riqueza pública en busca de un destino extraterritorial ahora producen un temor similar en los mismos actores públicos*¹¹³⁰. En cierto modo, los Estados se están convirtiendo en grandes agregaciones de poder económico privado similares a las que motivaron el surgimiento del Derecho de la Competencia en los

Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07. Revista española de derecho europeo. N.º. 33, 2010. Pág. 155

¹¹²⁸ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 3.

¹¹²⁹ *Del mismo modo que las entidades económicas privadas pueden ahora cruzar las fronteras para efectuar transacciones que maximicen su riqueza, los estados están descubriendo ahora que ellos podrían hacer lo mismo. La globalización económica no excluye a los participantes privados en los mercados de su sistema de libre circulación de capital. Igual que los actores privados están sujetos a la regulación y control de los soberanos en cuyos territorios actúan, los estados que actúan fuera de sus fronteras como participantes en la actividad económica local asumen un papel similar. En consecuencia, algunos estados parecen haberse convertido, en alguna medida, en acumulaciones de riqueza nacional económica, cuyo poder iguala o excede su poder soberano tradicional.* BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 11.

¹¹³⁰ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 17.

albores del siglo pasado¹¹³¹. Sin embargo, cobra un cariz nuevo en la medida en que se trata de riqueza de origen público que actúa en mercados de otro Estado, por lo que pueden alterar la lógica y funcionamiento de ese segundo sistema estatal¹¹³².

Así, BACKER concluye que *los desafíos hoy no provienen de la usurpación de poder público por empresas privadas; en vez de ello, surgen de la usurpación de poder privado por actores públicos extranjeros que actúan a través de las fronteras. Esta usurpación, tomando la forma de inversión soberana mediante los instrumentos del*

¹¹³¹ Bajo la forma de fondos soberanos de inversión y las actividades inversoras de las reconstituidas empresas estatales, el estado se está convirtiendo en la mismísima cosa que los estados tenían hace un siglo. Es decir, han empezado a tomar las características de grandes agregaciones de poder económico privado. [...] El aumento de estos vehículos soberanos refleja algo más que un intento de expandir el poder estatal a través de la participación en los nuevos regímenes de libre circulación de capitales y la consiguiente apertura de los territorios nacionales a la entrada de inversión extranjera. La inversión soberana, la participación activa de los estados en los mercados, especialmente en los mercados fuera de sus fronteras, también refleja la dificultad de separar lo que es efectivamente una íntima conexión entre las actividades económicas de los estados y sus sistemas legales. Esta conexión es importante y también sugiere una tensión en la idea básica de que el estado regula y los demás participan. También demuestra la posibilidad de un papel dual del estado simultáneamente como soberano y corporativo, dependiendo del carácter de sus acciones. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 11-13.

¹¹³² La premisa de que los actores estatales regulan los mercados en que los actores no estatales participan es desafiada por las actividades de los estados que participan en los mercados y los actores no estatales que buscan regular. Esto se ha vuelto particularmente más claro en la operativa de los fondos soberanos. Cuando se usan por los estados como vehículos a través de los cuales mantienen sus reservas y protegen su seguridad financiera, la práctica puede ser entendida como una extensión limitada y aceptable del poder gubernamental. Adicionalmente, la propiedad estatal directa de ciertos sectores de una economía nacional, considerada como parte de la política pública y el bienestar nacional, podría también ser entendida como otra forma aceptable de ejercicio del poder regulatorio. El movimiento hacia el uso la riqueza pública para intervenir en los mercados financieros de otros estados, o hacia empresas económicas en funcionamiento en el extranjero, sugiere actividades que estaban reservadas a los actores privados. Cuando se ejercen por estados en el territorio de otro estado, las acciones se convierten en amenazas al orden de poder en el que el sistema estatal se basa. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 16.

comercio privado en competencia directa con actores privados, invierte la lógica de las jerarquías, distinciones y confrontaciones tradicionales entre poder público y privado. De hecho, a la vista de esta inversión, realizada a través de inversiones soberanas, las reacciones regulatorias tradicionales y las asunciones políticas que subyacen a ellas añaden confusión, y en consecuencia enturbian las reacciones políticas. Si la inversión soberana es entendida como actores privados que participan en los mercados, entonces la mejor solución parece un tratamiento similar para los estados y los actores privados. Esto obedece, en lo que a cualquier transacción se refiere, el estado permanece en la misma posición que cualquier inversor privado. Por otro lado, si la inversión soberana se entiende como el ejercicio de instrumentos soberanos públicos a través de los mercados privados, entonces estas actividades pueden entenderse como instrumentos que proyectan el poder soberano en el territorio de otros estados¹¹³³.

¹¹³³ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 19-20.

4.3.- El concepto de fondo soberano.

No existe una definición unívoca y consensuada de lo que debe entenderse por fondos soberanos de inversión. A este respecto, MEZZACAPO advierte que *es fácil observar que SWF (fondo soberano de inversión) es un acrónimo que abarca una gama heterogénea de modalidades de inversión con fines especiales de los gobiernos, ya que no todos los fondos soberanos están igualmente constituidos o gestionados, en realidad se enmarcan en un amplio espectro de diferentes instituciones o modalidades de inversión soberana delimitadas por los bancos centrales/autoridades monetarias, en un extremo, y las empresas públicas, en el otro extremo*¹¹³⁴. En efecto, como recuerda GALLO, en principio, *un fondo soberano es una entidad con una capacidad económica significativa que es constituida por el Estado y se crea normalmente con los superávits de la balanza de pagos, de operaciones oficiales con divisas, ingresos de las privatizaciones, transferencias de pagos gubernamentales, superávits fiscales y, sobre todo, de los ingresos de la exportación de materias primas, en particular petróleo y gas*¹¹³⁵.

Por ello, no hay una definición definitiva ni en la doctrina ni en el ámbito oficial, sea nacional o internacional. En una primera aproximación, ROSE señala que *los fondos soberanos pueden ser definidos y clasificados de varias maneras, pero el elemento central y común de todos los fondos soberanos es su origen como unos vehículos de inversión establecidos y controlados por una entidad política soberana*¹¹³⁶. La atención al elemento soberano afecta necesariamente a los debates de política regulatoria. Sin embargo, como apunta BACKER, el análisis de la cuestión debe ir más allá del temor a los fondos soberanos y el deseo de su poder económico¹¹³⁷.

¹¹³⁴ MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 12.

¹¹³⁵ GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 3.

¹¹³⁶ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 107.

¹¹³⁷ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth*

BACKER critica que *las respuestas a las inversiones soberanas se han centrado en la regulación y en la política de proteger la integridad y funcionamiento de los mercados nacionales e internaciones, descentrando el elemento soberano de la inversión soberana. Sin embargo, esta respuesta carece de un centro conceptual plausible*¹¹³⁸. Por ello, como afirma BASSAN, *se necesita una definición por dos razones al menos. Primero: la decisión sobre si –y, en su caso, cómo- debe regularse un fenómeno no puede tomarse independientemente de su calificación preliminar. De otra manera, cualquier definición ex-post podría aplicarse simplemente para ajustarse a una serie de reglas ya impuestas (y puede ser que no sean las mejores). Segundo: cualquier medida específica que, por un lado, imponga restricciones a la actividad de los fondos soberanos y, por otro, perjudique la libertad de los Estados de acogida para proteger a empresas específicas de sectores industriales frente a inversiones de otros Estados sólo estaría justificada si la peculiar naturaleza de los fondos soberanos es tal que los distingue muy claramente de otra clase de inversores*¹¹³⁹. En efecto, la falta de una noción única y específica de fondo soberano de inversión es preocupante sin duda. Sin este concepto no puede aplicarse una regulación específica o proponer un alternativa que diferencie los fondos soberanos de otros actores, señaladamente los fondos gubernamentales de pensiones, las reservas en divisas gestionadas por los bancos centrales o los *hedge funds*.

En el ámbito internacional BASSAN destaca la labor de dos organizaciones, el Fondo Monetario Internacional y la OCDE¹¹⁴⁰. El Fondo Monetario Internacional se ha esforzado en suministrar una definición a través de diversos documentos y de su participación en el Grupo de Trabajo Internacional sobre Fondos Soberanos de

Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 48-49.

¹¹³⁸ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 20.

¹¹³⁹ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 17.

¹¹⁴⁰ En este punto seguimos a BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Págs. 26 y ss.

Inversión. Por el contrario, la OCDE no ha elaborado una definición clara.

Centrándonos en el Fondo Monetario Internacional, en primer lugar, en el documento *Sovereign Wealth Funds- A work agenda* de 2008 se esboza una definición de fondo soberano de inversión del siguiente tenor: *Los fondos soberanos son fondos de inversión pública con una finalidad específica, o sus variantes. Estos fondos son propiedad o están controlados por el gobierno, y mantienen, gestionan o administran activos principalmente en función de objetivos macroeconómicos y financieros a medio y largo plazo*¹¹⁴¹. *Los fondos se establecen habitualmente a partir de las operaciones oficiales en moneda extranjera, los ingresos de las privatizaciones, los excedentes fiscales y/o los ingresos resultantes de las exportaciones de productos básicos. Estos fondos emplean un conjunto de estrategias de inversión que incluyen inversiones en activos financieros extranjeros*¹¹⁴². BASSAN critica las limitaciones de este concepto tanto en lo relativo al control estatal como a la clasificación en la que se funda¹¹⁴³.

En segundo lugar, en 2008 el Fondo Monetario Internacional creó el Grupo de Trabajo Internacional sobre Fondos Soberanos que, como veremos, cristalizaría en un Foro Internacional permanente que elaboró unas directrices denominadas Principios de Santiago. En el Anexo I de los Principios de Santiago se señala que *los fondos soberanos se definen como fondos de inversión o variantes de los mismos para usos*

¹¹⁴¹ Estos, en principio, son: (i) los fondos de estabilización fiscal; (ii) los fondos de ahorro; (iii) las sociedades de inversiones de reserva; (iv) los fondos de desarrollo; y (v) los fondos de reserva de pensiones (aquellos sin pasivo de pensiones explícito), mientras que excluye, entre otros: (a) los fondos de pensiones del gobierno y sus empleados; (b) los fondos de seguridad social; (c) los fondos de préstamos del gobierno; y (d) los bancos de propiedad estatal.

¹¹⁴² Fondo Monetario Internacional. *Sovereign Wealth Funds- A work agenda*. 2008. Pág. 26

¹¹⁴³ Esta definición no es completamente satisfactoria, por al menos dos razones. Primera, los fondos soberanos no sólo están operados sino (totalmente) poseídos por los gobiernos. Segunda, esta clasificación no distingue los fondos soberanos de otras formas similares de inversión estatal y no disiparía las dudas sobre las cuestiones más controvertidas. Y, como el FMI ha afirmado, una clasificación basada en las estrategias de inversión es igualmente inadmisibile, en la medida en que puede ser extremadamente diversas y cambiar a lo largo del tiempo. Otro límite radica en el hecho que en la definición está fundada en una asunción (i.e. la diferencia entre fondos de pensión y fondos soberanos) que es aún objeto de discusión. BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 28-29.

especiales, propiedad del gobierno general. Creados por el gobierno general con propósitos macroeconómicos, los fondos soberanos custodian, gestionan o administran los activos para alcanzar objetivos financieros, y emplean un conjunto de estrategias de inversión que incluyen la inversión en activos financieros extranjeros. Los fondos soberanos se establecen habitualmente a partir de los excedentes de la balanza de pagos, las operaciones oficiales en moneda extranjera, los ingresos de las privatizaciones, los excedentes fiscales y/o los ingresos resultantes de las exportaciones de productos básicos.

En palabras de BASSAN, *la definición es teórica, y enfatiza los siguientes aspectos para calificar a un fondo como soberano: el aspecto subjetivo (poseído por un gobierno), el aspecto objetivo (actividad consistente en la gestión y administración de inversiones en renta variable incluyendo la extranjera) y el aspecto teleológico (destinados a desarrollar políticas macroeconómicas*¹¹⁴⁴. Sin embargo, no duda en señalar los límites de una definición que, aunque clarificadora, no deja de plantearle ciertas perplejidades¹¹⁴⁵.

¹¹⁴⁴ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 27.

¹¹⁴⁵ *La definición dada por el Grupo de Trabajo Internacional da una clarificación y provoca perplejidades. La clarificación radica en que las reglas (principios y prácticas generalmente aceptadas) no se aplican a aquellos fondos que cumplen con la definición pero sólo invierten en empresas o actividades nacionales y no en el extranjero. Este principio da una imagen más clara y permite una distinción adicional; de hecho, de acuerdo con análisis recientes, hay varios fondos estatales que invierten principalmente en negocios internos. El coste de obtener un cumplimiento en términos de transparencia y gobernanza con las directrices internacionales puede llevar a estos fondos, o algunos de ellos, a seguir centrándose en inversiones en su país de origen o, al menos, en una región de referencia, desempeñando un papel más importante como precursores del desarrollo (con mayor motivo en la medida en que la nueva categoría de fondos soberanos de desarrollo está comenzando a ser reconocida). Las perplejidades radican en el hecho de que la definición es quizá demasiado descriptiva; aunque proporciona elementos útiles para la clasificación, aún hay confusión sobre las conclusiones. Por ejemplo, en el nivel subjetivo, considerar las directrices aplicables a los fondos de titularidad estatal dejaría la cuestión del control público totalmente abierta, también excluiría aquellas formas de acumulación y gestión de recursos que son, en muchos aspectos, similares a los fondos soberanos de inversión (desde las reservas de divisas extranjeras usadas para gestionar políticas monetarias y comerciales para la actividad de las empresas públicas, a los fondos de pensiones gubernamentales). Los límites subjetivos que derivan de una definición centrada en las actividades y los propósitos podrían*

En cuanto a las definiciones doctrinales, BASSAN analiza los diferentes trabajos que se han publicado y los agrupa en torno a tres grandes corrientes¹¹⁴⁶. La primera se refiere a las definiciones funcionales, según las cuales los fondos soberanos son un pool de activos nacionales poseídos y gestionados por los gobiernos para conseguir diversos objetivos económicos o financieros (incluyendo la gestión de reservas de activos, la estabilización de efectos macroeconómicos o la transferencia de riqueza a las generaciones futuras). Esta noción subraya el elemento subjetivo (propiedad y gestión) y el elemento objetivo (actividad y propósitos), pero sería demasiado general.

La segunda es la que trata de distinguir los fondos soberanos de inversión de las empresas de propiedad estatal. En virtud de esta corriente, los primeros hacen inversiones de cartera mientras que los segundos efectúan inversión extranjera directa. A juicio de BASSAN¹¹⁴⁷ no puede negarse que existen diferencias entre uno y otro tipo. Este autor analiza tres puntos respecto de los cuales se apreciarían las notas que individualizan una categoría respecto de la otra.

En primer lugar, BASSAN se fija en el elemento subjetivo, es decir, el régimen de propiedad. Aunque ambos estén controlados por el gobierno, los fondos soberanos sólo estarían controlados por los gobiernos, mientras que las empresas de propiedad estatal podrían estar controlados por los gobiernos centrales o locales. Las empresas gozan de personalidad jurídica separada, lo cual no es necesariamente verdad en el caso de los fondos soberanos. Las empresas son sólo responsables frente a sus accionistas, mientras que los fondos lo son frente a los stakeholders y la opinión pública. Sólo las empresas, y no los fondos soberanos, deben someterse al derecho de sociedades del estado de origen y de acogida así como a los estándares internacionales consolidados.

limitar el ámbito de aplicación de estas previsiones. El compromiso alcanzado en términos de definiciones, en consecuencia, sólo parcialmente satisfactorio. BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 29-30.

¹¹⁴⁶ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Págs. 18 y ss.

¹¹⁴⁷ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Págs. 23 y ss.

En segundo término, BASSAN analiza el elemento objetivo, esto es, las inversiones. Según él los fondos soberanos hacen inversiones financieras, mientras que las empresas de titularidad estatal efectúan inversiones industriales. Ello acarrearía tres consecuencias: un fondo soberano adopta generalmente un papel más pasivo en la compañía participada; la empresa estatal suele perseguir el control de la participada, mientras que los fondos soberanos generalmente no superan el 10% del capital y pocos de ellos suelen admitir que sus estrategias se dirijan a la adquisición de paquetes de control; las empresas estatales, al contrario que los fondos soberanos, no invierten necesariamente con un horizonte a largo plazo.

En tercer lugar, BASSAN alude al elemento teleológico, los propósitos, para subrayar que las empresas estatales persiguen un interés privado. Por el contrario los fondos soberanos se dirigirían al bienestar público (ahorro para las generaciones futuras, estabilizar la renta nacional, prevenir la crisis económica y social...).

La tercera corriente, la llamada por BASSAN¹¹⁴⁸ definición de los cinco pilares pretende distinguir los fondos soberanos de otros vehículos de inversión, señaladamente las reservas de divisas, los fondos de pensiones gubernamentales o los hedge funds. En un informe del servicio de estudios de Morgan Stanley publicado en 2007, el analista Stephen JEN apuntaba que a su juicio el concepto de fondo soberano se construye sobre cinco ingredientes: soberano, alta exposición a las divisas extranjeras, obligaciones no explícitas, alta tolerancia al riesgo, y horizonte de inversión largo¹¹⁴⁹.

El examen de las diferentes posturas doctrinales resulta desconcertante. Como admite el propio BASSAN, *las múltiples y variadas soluciones propuestas en la literatura pagan un peaje a sus premisas ideológicas y llevan a resultados contradictorios. El hecho es que nos enfrentamos a una entidad soberana involucrada en actividades típicamente privadas*¹¹⁵⁰.

¹¹⁴⁸ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 23.

¹¹⁴⁹ JEN, Stephen. *The definition of a Sovereign Wealth Fund*. Morgan Stanley. Global Economic Forum. Morgan Stanley Research Global. 2007,

¹¹⁵⁰ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar,

Tal y como subraya BACKER la manera de abordar el estudio y regulación de los fondos soberanos viene condicionada por asunciones implícitas de los autores. BACKER distingue al respecto entre una aproximación formalista y una aproximación funcionalista. La primera es propia de aquellos que desconfían de la participación soberana en los mercados y presenta un fuerte sabor iuspublicista. De esta manera, se subraya la importancia de tratar las inversiones soberanas como acciones políticas y sujetarlas a las mismas restricciones que el resto de acciones políticas de los estados. Por otro lado, los funcionalistas se centran en los aspectos privados, es decir, los fondos soberanos operan privadamente y, fuera de su jurisdicción, están sujetos a la regulación de los reguladores públicos¹¹⁵¹.

Si bien BACKER advierte que las definiciones restrictivas pueden ser medios efectivos para reducir los efectos y deberes sustantivos de las diferentes regulaciones¹¹⁵², como instrumento de trabajo resulta necesaria una definición del concepto de fondo soberano. En este sentido, BASSAN define a los fondos soberanos como *fondos establecidos, detentados y operados por gobiernos centrales o locales, cuyas estrategias de inversión incluyen la adquisición de capital social en compañías cotizadas en los mercados internacionales que operan en sectores considerados estratégicos por sus países de constitución*¹¹⁵³. Con esta definición el autor trata de ser lo suficientemente amplio desde el punto de vista subjetivo¹¹⁵⁴ y preciso y flexible

2011. Pág. 25.

¹¹⁵¹ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 26.

¹¹⁵² BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 26-27.

¹¹⁵³ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 25

¹¹⁵⁴ *Desde un perfil subjetivo, la definición propuesta tiene, por un lado, la ventaja de ser muy amplia [...] y, por otro, es muy específica en términos de atribución del fondo a un gobierno. De esta manera, ningún fondo estatal puede ser excluido per se, en términos abstractos, de la categoría de fondo soberano; los fondos pueden ser excluidos de la regulación de los fondos soberanos (de la que la*

desde el punto de vista objetivo¹¹⁵⁵. Con la misma finalidad, BERTIN DELACOUR, por su parte, propone definir los fondos soberanos como *los vehículos de inversión estatal, alimentados por otras reservas de divisas distintas de las oficiales, que responden a objetivos macroeconómicos, invirtiendo a largo plazo en activos extranjeros y desprovistos de compromisos específicos*¹¹⁵⁶.

A nuestro juicio, a la hora de definir el fenómeno de los fondos soberanos, no debe olvidarse el papel primordial que desempeñan los Estados en su concepción, control y gestión. Al hilo de esta característica, son especialmente acertadas las reflexiones que sobre las concepciones formalistas de fondo soberano realiza BACKER¹¹⁵⁷. En efecto, las definiciones formalistas del concepto de fondo soberano se centran en el elemento de la propiedad, es decir, el carácter soberano de su titular y tratan de prescindir de la forma que adoptan. La referencia no es la forma que adopta el vehículo de la inversión, que parece ser una cosa pero es otra distinta, con el fin de utilizar los mercados privados para fines soberanos.

definición es instrumental), si hay alguna, si los fondos no son constituidos y poseídos por gobiernos, o si no invierten (incluso en virtud de sus estatutos) en compañías consideradas estratégicas por los estados de acogida. La estructura jurídica y la gobernanza serán relevantes para una subsiguiente clasificación. BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 32

¹¹⁵⁵ *Desde un perfil objetivo, la definición propuesta es a la vez precisa (incluye tanto la actividad desarrollada como el propósito buscado por los operadores) y flexible en su aplicación. Los fondos estatales no vinculados con estrategias similares, con propósitos diferentes y que de hecho no hagan esta clase de inversiones, no tienen perfil de riesgo y no necesitan ser regulados. Los fondos estatales (incluso los controlados indirectamente por un gobierno) estarán sujetos a las reglas aplicables a los fondos soberanos sólo si y en la medida necesaria en que efectúan inversiones como las descritas, revelando esos propósitos y estrategias. Finalmente, ayuda a establecer las medidas que los estados de acogida puedan adoptar, ya que sólo podrían aplicarse a fondos invirtiendo en sectores estratégicos, que las leyes nacionales deben enumerar claramente a priori.* BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 32

¹¹⁵⁶ BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris: 2009. Pág. 99.

¹¹⁵⁷ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 27-29.

En resumen, el fondo soberano se identifica con el Estado que es su titular. Esta concepción tiene consecuencias de muy diversa índole. En primer lugar, los fondos soberanos no se perciben como actores que persigan la maximización del beneficio, sino la maximización de los intereses estratégicos a largo plazo de su país. De esta manera, incluso si la inversión se instrumenta a través de personas jurídicas separadas, se aprecia la identidad entre el vehículo instrumental y el aparato político del Estado. Como señala lapidariamente BASSAN, los fondos soberanos no son un vehículo más usado por los estados para invertir en el extranjero, son el Estado¹¹⁵⁸. En segundo lugar, esta identificación sugiere que, asumiendo que los fondos de los soberanos no actúan como entidades privadas o individuos, éstos son entidades que canalizan los objetivos del Estado. Los propietarios de los fondos soberanos de inversión no están movidos por motivos de beneficios, aunque puedan aceptar ese límite en la medida en que les convenga¹¹⁵⁹.

De ahí que BACKER cuestione *la concepción del derecho y el marco regulatorio que está basada en la separación formalística y categórica*¹¹⁶⁰. A su juicio, la inversión soberana no puede regularse adecuadamente a través de marcos que pretendan que los soberanos puedan descomponer piezas de sí mismos y manejarlas como si no tuviesen conexión o interés. Por ello, el incremento de las entidades soberanas que participan en el mercado, operando como una red coordinada de actores soberanos y privados, requerirá una respuesta regulatoria sustancialmente distinta¹¹⁶¹.

Por un lado, recuerda que *los fondos soberanos entrañan una nueva forma de*

¹¹⁵⁸ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 14.

¹¹⁵⁹ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 27-29.

¹¹⁶⁰ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 21.

¹¹⁶¹ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 23.

*intervención estatal en los mercados, más allá de su control regulatorio de los individuos. Los soberanos crearon un marco global para una actividad privada en los mercados en el que tenían un papel primordialmente regulatorio. Ahora buscan participar en esos mercados, aunque ninguno de ellos puede controlar individualmente los mercados a través de un poder regulatorio soberano*¹¹⁶². Por otro, precisa que la historia de los distintos fondos soberanos sugiere la asunción de que estos fondos deben vincularse al contexto en el que se originaron, más que a la forma en la que ejecutan sus actividades. Esta asunción sugiere que el carácter público de la titularidad del fondo, más que su forma y operativa, debe privilegiarse en la elaboración del concepto de fondos soberanos, pero no en la concepción del marco regulatorio a través del que pueden operar en los estados de acogida¹¹⁶³.

Tras analizar las actividades de los principales fondos soberanos, BACKER concluye que un estudio de sus actividades sugiere la ambigüedad de los fondos soberanos como instrumentos. En unos casos, los fondos soberanos tienen un carácter esencialmente privado, mientras que otros los soberanos ejercen una intensa presión para satisfacer sus necesidades políticas. Por ello, podría sugerirse un marco regulatorio basado en los objetivos regulatorios o comerciales de la inversión, independientemente de la propiedad del vehículo inversor.¹¹⁶⁴

BACKER indica que los vehículos de inversión soberana abarcan una clase enorme y proteica de órganos, entidades y acciones, cuyo principal punto en común es la propiedad, control o gestión por un soberano. Un fondo soberano puede servir como la única entidad de inversión, organizada como una corporación o una empresa similar de acuerdo con el derecho general de su propietario soberano, o más habitualmente,

¹¹⁶² BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 25.

¹¹⁶³ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 25-26.

¹¹⁶⁴ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 46-47.

organizada conforme a legislación especial. Un fondo soberano puede servir como la compañía holding para cualquier cantidad de sub-fondos organizados vertical u horizontalmente que afectan a las entidades a través de sus operaciones reales¹¹⁶⁵.

La inversión soberana ha ganado en complejidad y coordinación de los instrumentos que se emplean. Por ello, BACKER advierte de que, en sus diversas formas, estos vehículos de inversión operan individualmente y en tándem para influir en los mercados financieros; en este contexto la empresa de propiedad estatal se vuelve más relevante e interesante¹¹⁶⁶.

El paradigma de empresa estatal ha cambiado en las últimas décadas como consecuencia de la caída del comunismo en los países del este y del proceso de privatizaciones en los países occidentales¹¹⁶⁷. Las diferencia a estos efectos entre las empresas de titularidad estatal y los fondos soberanos de inversión, teniendo en cuenta la evolución de los acontecimientos, no son sustantivas. Como sugiere BACKER los problemas de gobernanza y control de la participación en los mercados privados empieza a ser sustancialmente similares, especialmente en lo que concierne al problema de la transparencia. En las empresas estatales el control, especialmente en los flujos de inversión al exterior, continúa siendo un problema de política estatal. Cuando la relación de control trasciende las fronteras, tanto los fondos soberanos como las empresas, se

¹¹⁶⁵ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 59-60.

¹¹⁶⁶ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 60-61.

¹¹⁶⁷ Como ejemplo, BACKER señala que el desarrollo más dinámico de las empresas estatales y su integración en la economía global ha sucedido en China a partir de los años 90 del siglo pasado. El fenómeno se concreta en la separación formal de las funciones empresariales y de gobierno como medio para disciplinar el sector público. Sin embargo, ello no evita que, en última instancia, exista una confusión entre el bienestar privado de maximización del beneficio y las políticas públicas, en la medida en la que el Partido Comunista controla tanto a los trabajadores como a los directivos. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 62-63.

empiezan a difuminar las fronteras entre lo público y lo privado, entre los propósitos soberanos y los comerciales¹¹⁶⁸.

Tanto desde el punto de vista académico como empresarial se ha intentado encontrar criterios que permitan distinguir a los fondos soberanos de las empresas estatales. Los dos criterios más empleados han sido el origen de los fondos de la entidad y la forma de la entidad. En cuanto al primero, admite que las actividades de ambas categorías pueden ser similares, por lo que se centra en la relación con el propietario y la fuente de recursos. Sin embargo, en la práctica este criterio no es definitivo tal y como subrayan algunos analistas. Por su parte, el segundo atiende a la organización, es decir, a la existencia de personalidad jurídica diferencia. Los fondos soberanos serían patrimonios gestionados para conseguir objetivos del gobierno, mientras que las empresas serían personas jurídicas establecidas para realizar actividades comerciales. En este caso, tampoco la práctica corrobora que este criterio sea definitivo¹¹⁶⁹.

El problema se concreta en si, desde el punto de vista de la actividad inversora y del regulatorio, los fondos soberanos y las empresas estatales presentan diferencias sustantivas. Conceptualmente la diferencia está clara. Como indicia GALLO, *en lo que se refiere a la diferencia de las empresas de titularidad estatal y los fondos soberanos, debe destacarse que, mientras los últimos son inversores financieros que detentan acciones en compañías que prestan diversos tipos de servicios, las primeras son empresas directamente involucradas en la fabricación, gestión de infraestructuras, extracción de recursos minerales o naturales y suministro de servicios*¹¹⁷⁰.

Ahora bien, no está tan claro que la distinción sea definitiva. En este punto

¹¹⁶⁸ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 63.

¹¹⁶⁹ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 64-65.

¹¹⁷⁰ GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 3.

BACKER¹¹⁷¹ contrapone una perspectiva funcional y una perspectiva formal. Desde la perspectiva funcional, se atendería a la titularidad final del Estado. Atendiendo a esta noción no se apreciarían diferencias sustanciales entre ambas categorías, en la medida en la que la empresa objetivo acabaría controlada por una empresa cuyo dueño a la postre es el Estado y que, por ello, no tiene que atender necesariamente a la lógica de un accionista privado. Siguiendo a GALLO podemos decir que, *a pesar de su diversidad, comparten dos características comunes: todas son inversiones de titularidad estatal y todas invierten en sectores estratégicos que a menudo (pero no siempre) pertenecen al Estado, como la defensa y seguridad nacional, y en compañías responsables de la ejecución de servicios públicos que, aunque formalmente privados, están bajo la influencia del Estado*¹¹⁷².

Sin embargo, en la práctica las situaciones son más complejas de lo que sugieren los ejemplos más simples que se suele poner. En primer lugar, salvo que la entidad objetivo sea adquirida en su totalidad, el adquirente estará sometido a demandas por responsabilidad o por abuso de poder por los accionistas minoritarios. En segundo lugar, resulta razonable que un accionista público caracterice sus intereses y la maximización de éstos de una manera diferente a un individuo o una persona jurídica privada. Finalmente, los comportamientos más extremos suelen ser denunciados de acuerdo con el derecho interno del Estado en que ocurren, con independencia de que el titular final sea una entidad pública extranjera. El problema se suscita, tal y como apunta BACKER, en la medida en que los estados, como propietarios de las entidades inversoras, puedan evadir las normas del Estado de acogida¹¹⁷³.

Sobre esta cuestión son de especial interés las observaciones de BACKER

¹¹⁷¹ En este punto vamos a seguir a BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 66 y ss.

¹¹⁷² GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 2.

¹¹⁷³ En este punto vamos a seguir a BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 67.

respecto a la situación que se produce cuando un Estado coordina las actividades inversoras de múltiples empresas de titularidad estatal. Como señala este autor, en este supuesto es cuando los efectos son más profundos. La coordinación constituye una prueba para la integridad de los mercados y sirve como un método indirecto de proyección del poder público a través de una actividad que sería aparentemente privada y motivada comercialmente¹¹⁷⁴.

Este fenómeno no es, sin embargo, exclusivo de los inversores soberanos, sino que también las grandes corporaciones privadas pueden coordinar sus operaciones y ejecutar acciones políticas para reforzar su bienestar general y, de este modo, poner a prueba la integridad de los mercados. Señala BACKER que *debido a que son capaces de lograr una dosis de autorregulación, las grandes empresas privadas pueden ejercer la potestad reglamentaria y política. Puede haber poca diferencia funcional entre una gran corporación multinacional dirigida a un estado pequeño y un gran estado manejando sus empresas estatales importantes que se dirigen a la infraestructura económica de un tercer país. La actividad económica puede tener efectos políticos, regulatorios y económicos, tanto si se realizan por motivos públicos como privados. Sin embargo, el efecto político cuando los estados emplean la inversión extranjera como una herramienta de sus relaciones políticas con los demás es sustancialmente mayor que el efecto político que resulta de la interacción entre las empresas privadas, o entre*

¹¹⁷⁴ Con este modelo, el estado puede maximizar el efecto de su participación en el sector privado mediante la fragmentación de su inversión soberana a través de varias líneas convencionales de reservas. Estas elecciones no estarán necesariamente guiadas por la determinación de una entidad individual de maximizar su propio beneficio, sino por la maximización agregada del bienestar de cualquier empresa estatal al estado. En consecuencia, al menos en un nivel general, las determinaciones del sector inversor de dirigirse a un determinado estado de acogida y similares podrían entenderse como un problema político. En el marco de los objetivos de política general, las empresas individuales operarían dentro de esos parámetros. [...] El Estado entonces actuaría como el centro supervisor de un conglomerado con un significativo poder regulatorio interno y un poder participatorio externo. Estos objetivos impregnan el sistema de manera que, en el punto de contacto con los estados de acogida o los mercados extranjeros, las transacciones parecen sustancialmente privadas. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 67-68.

*empresas privadas y los estados*¹¹⁷⁵.

Por tanto, la distinción formal entre fondo soberano y empresa estatal puede no ser tan relevante¹¹⁷⁶. La única diferencia de calado es que, en principio, el fondo soberano actuará en el mercado de capitales y la empresa estatal en la gestión de empresas¹¹⁷⁷. En este contexto, cabría cuestionarse si resulta razonable distinguir como

¹¹⁷⁵ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 69

¹¹⁷⁶ *Una empresa de propiedad estatal que se centra en una fuerte inversión en otras entidades en el extranjero podría representar un peligro similar al de un fondo soberano que proyecta los intereses extranjeros en el exterior a través de los mercados financieros. El problema no es sólo que estas entidades son propiedad y están tal vez gestionadas en última instancia según los intereses de un Estado. Más bien, es que esas empresas, si se manejan bastante bien, también podrían ser capaces de evadir el control local y proyectar sus políticas nacionales en países extranjeros, a veces de manera incompatible con la política pública del Estado de acogida.* BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 69.

¹¹⁷⁷ *En consecuencia, incluso desde una orientación funcional, los fondos soberanos y las empresas estatales se pueden distinguir por lo menos en los márgenes. La mayoría de los fondos soberanos son vehículos de inversión. En otras palabras, su objetivo es invertir en mayor o menor medida en los mercados de valores, que ahora incluye valores de renta variable. En contraste, la mayoría de las empresas de propiedad del Estado están gestionando empresas. En la medida en que ambos invierten en valores de otras empresas en el extranjero, los fondos soberanos y las empresas estatales deberían tener idénticos objetivos funcionalmente: maximizar el bienestar de la entidad o de sus propietarios. Estos objetivos son también comparables a los de los actores privados constituidos de manera similar. Sin embargo, estas diferencias marginales no producen diferencias sustanciales entre cualquiera de los fondos soberanos y las empresas estatales, o con los actores privados igualmente constituidos. Al igual que los actores privados, los fondos soberanos y las empresas estatales podrían tratar de insertarse de manera agresiva en la vida económica de otros estados en los que tuviera el efecto de mejorar su propia situación financiera, el aumento de su cuota de mercado o la reducción de las presiones competitivas, entre los habituales objetivos de un “actor razonable”. Sin embargo, dicha conducta puede producir intervenciones que generen preocupación en los países de acogida. Esto es especialmente cierto cuando la entidad es propiedad del Estado, tanto en términos de disfrazar la intervención política a través de la actividad de las empresas públicas como del impacto negativo en la integridad de los mercados privados de la economía. Pero, en general, mientras que los fondos soberanos están en el negocio de inversión, las empresas de propiedad estatal no lo están. A este respecto, al menos, muchos fondos soberanos se*

dos conceptos estancos el de fondo soberano y el de empresa estatal, especialmente a la hora de diseñar un marco regulatorio¹¹⁷⁸. De hecho, BACKER defiende que la empresa estatal es una variante específica de fondo soberano¹¹⁷⁹. Por un lado, es cierto que las empresas estatales presentan problemas regulatorios particulares que no pueden solventarse con un modelo como el de los Principios de Santiago dirigido específicamente a la actividad de los fondos soberanos. Pero, por otro, en la práctica, ambos tipos de organización soberana pueden mezclarse y confundirse en la medida en

pueden distinguir de muchas de las empresas estatales. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience.* Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 69-70

¹¹⁷⁸ *Sin embargo, el marco regulatorio emergente para los fondos soberanos distingue entre las empresas estatales y los fondos soberanos, por motivos formales. Debido a que las empresas estatales tienden a definirse como algo distinto de los fondos soberanos, sus actividades de inversión no pueden caer dentro de las limitaciones de los Principios de Santiago y mecanismos similares, aun cuando sus actividades de inversión son funcionalmente equivalentes. Cuando los fondos soberanos invierten en/o a través de empresas estatales que invierten en el extranjero, el problema de la irrelevancia de reglamentación se vuelve más agudo.* BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience.* Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 71.

¹¹⁷⁹ *Por lo tanto, la empresa estatal se presenta como una variante específica del fondo soberano. Una empresa estatal no es un fondo, ni tampoco fue creado con el propósito de invertir en otras entidades. Sin embargo, es natural que pueda participar en esas actividades. Una empresa estatal invierte en otras entidades en el marco de la maximización de sus propias operaciones de negocio y no como un fin en sí mismo (como un fondo soberano). Sin embargo, esas operaciones comerciales, tal y como se han entendido clásicamente, se están llevado a cabo para maximizar los intereses de la entidad (y de sus accionistas). Si hay unidad entre los accionistas y los intereses corporativos, por ejemplo, cuando las acciones de la entidad son totalmente de propiedad estatal, entonces podría ser lógico pensar que la maximización de valor incluye el valor político de las operaciones de esa empresa. Por otro lado, incluso si ese es el caso, por lo menos con respecto a sus operaciones globales, como una entidad (y su estado propietario) sería responsable en las jurisdicciones de acogida por los incumplimientos de deberes, los abusos de poder, los desfalcos y similares en sus relaciones con sus filiales de propiedad extranjera. En consecuencia, las similitudes en los resultados ensombrecen las diferencias significativas entre los estados como propietarios de los fondos soberanos y de los estados como únicos accionistas de las entidades operativas, que también pueden invertir en empresas extranjeras.* BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience.* Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 71.

que un fondo soberano puede ser titular de empresas estatales¹¹⁸⁰.

En definitiva, concluye BACKER que *la inversión soberana se extiende a ambos lados de la intersección de derecho público y privado. Por un lado, los fondos soberanos pueden ser entendidos como los vehículos a través del cual los estados invierten sus reservas u otros fondos que se requerirán para fines públicos. Sobre esa base, los fondos soberanos y las empresas estatales son instrumentos de un Estado. En este papel tradicional, sus operaciones se basan en los requisitos regulatorios y los objetivos de política pública del estado inversor, y el uso de los fondos está estrechamente vinculado a la agenda política de estos estados. Por otro lado, los fondos soberanos y las empresas estatales se pueden entender principalmente como vehículos económicos en los que los Estados poseen una participación de control (o de la totalidad) con el propósito de maximizar su valor. Sobre esa base, los fondos soberanos y las empresas estatales pueden ser entendidos como vehículos de inversión privada con propietarios públicos. En consecuencia, sus operaciones pueden ser tratadas como algo basado en la red regulatoria aplicable a todos los fondos de inversión o empresas económicas. En virtud de este marco de "tratamiento equivalente", los Estados propietarios pueden ser imputados por la violación de estas reglas en la misma medida que los propietarios privados de empresas similares, por lo menos en la medida en que los propietarios soberanos y mayoritarios se extralimiten*¹¹⁸¹.

¹¹⁸⁰ Pero surge una dificultad cuando un fondo soberano es dueño de una empresa del Estado, o mejor dicho, cuando un fondo soberano se organiza para incluir el control de las empresas del soberano, incluyendo empresas operativas. Cuando las empresas operativas son parte de las empresas bajo control de un fondo soberano, entonces las diferencias entre las dos formas de inversión soberano se vuelven cada vez más complicadas y pueden fusionarse. En ese contexto, puede que no sea realista suponer diferencias ya sea de propósito o métodos. Por otro lado, en lugar de una entidad estatal fijada en la maximización del valor de las reservas soberanas, un mejor modelo regulatorio podría ser una empresa multinacional que controla e invierte en una serie de empresas operativas cuyas acciones compra y vende. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 74.

¹¹⁸¹ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary*

En definitiva, el concepto de fondo soberano debe por ello descansar en el Estado que lo patrocina, que es la nota que determina el centro de imputación de los intereses a los que responde el fondo¹¹⁸². Se debe efectuar por tanto un levantamiento del velo, llamémoslo así, que permita verificar las conexiones y intereses del Estado que lo controla y aplicar los diferentes marcos regulatorios¹¹⁸³. Por ello, SLAWTOSKY

Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 141-142.

¹¹⁸² *Algunos países tienen más de un fondo soberano. En la actualidad, estas naciones incluyen a los Emiratos Árabes Unidos, Singapur y Venezuela, y no hay ninguna razón para dudar de que otras naciones los imitarán. Desde el punto de vista tradicional, los múltiples fondos soberanos de una misma nación se considerarían sobre una base individual. Este enfoque podría dar lugar a abusos, ya que las naciones serían capaces de orquestar una serie de inversiones relativamente pequeñas de cada uno de sus fondos soberanos con el fin de evitar el control regulador. En lugar de permitir que sistema actual continúe, los reguladores estadounidenses deberían tratar los diversos fondos soberanos de una misma nación, como miembros de un mismo grupo a los efectos de determinar el control. Al igual que los fondos de inversión nacionales tradicionales creados como parte de una familia de fondos, los fondos soberanos de una misma nación están inextricablemente unidos por un patrocinador común o propietario final -en este caso del soberano. Los reguladores deben asumir que el soberano matriz es un participante en el control de la gestión y la política de tales fondos soberanos. Por lo tanto, debería existir una presunción iuris tantum de que los fondos soberanos creados por la acción soberana comparten el mismo propietario, y por lo tanto están bajo el control de una sola entidad.* SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1262.

¹¹⁸³ *En los Estados Unidos, las leyes del mercado de valores y los procesos gubernamentales de revisión están previstos para impedir las adquisiciones indebidas que perjudiquen los intereses comerciales de Estados Unidos. Las leyes de valores obligan a los inversores a revelar públicamente ciertas actividades en el mercado. Estos requisitos de información están diseñados para proporcionar justicia e igualdad en el acceso a la información, y prohíben a los inversores ejecutar ciertas acciones bien solos, bien conjuntamente con otras partes, sin hacer una divulgación pública. Por ejemplo, una vez que la posición de fondo soberano supera el 5% de las acciones de una empresa, el fondo soberano estará obligado a informar, por lo tanto a alertar a los reguladores del tamaño de la participación del fondo soberano. El problema con este sistema es que se desarrolló como una forma de regular a los actores privados. Los fondos soberanos, sin embargo, plantean cuestiones nuevas y graves. Por ejemplo, varios fondos soberanos múltiples podrían poseer individualmente un porcentaje menor que el de referencia, y sin embargo colectivamente poseen un gran porcentaje de acciones. Tal posición les permite presionar a los administradores, o participar en un comportamiento activista o de otro tipo, incluso ilegal, sin la presentación de las preceptivas declaraciones de información. Debido a la naturaleza de las nuevas*

propone establecer una presunción *iuris tantum* que permita agrupar los diferentes fondos de un mismo Estado, presunción que podría desvirtuarse con indicios tales como la profesionalización de la gestión de inversiones; la separación de directivos; el grado de titularidad del gobierno, y el grado de control por parte de profesionales de control internos, tales como auditores y abogados¹¹⁸⁴.

amenazas planteadas por los fondos soberanos, puede ser deseable actualizar las leyes del mercado de valores. Una solución potencial sería la de agregar las participaciones de los fondos soberanos en la misma empresa a efectos de información.

La cuestión de si las posiciones de los fondos soberanos deben ser consideradas a nivel agregado también es una cuestión importante en los procesos de revisión gubernamentales. Las agencias gubernamentales fiscalizan las transacciones propuestas para determinar si las inversiones activarán ciertos mecanismos de revisión. Por ejemplo, la adquisición de participaciones en empresas financieras pueden desencadenar la revisión de la Reserva Federal, y el sometimiento a la Bank Holding Company Act ("BHC Act") y a la Change in Bank Control Act ("CIBC Act"). Otros organismos gubernamentales, tales como el Comité de Inversiones Extranjeras en los Estados Unidos ("CFIUS"), fiscalizan las compras extranjeras de participaciones de control en ciertos sectores de actividad, un proceso diseñado para proteger las consideraciones de seguridad nacional y alentar la inversión extranjera. Los fondos soberanos pueden manipular las deficiencias de este proceso de manera similar a lo que se ha visto con las leyes de valores. Varios fondos soberanos pueden ser propietarios de una cantidad relativamente pequeña de las acciones que, cuando se consideran separadamente, no plantearía problemas de control. Sin embargo, si se suman y se consideran como una titularidad conjunta, la participación sería más fácil de regular. SLAWTOSKY, Joel. Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1241-1242.

¹¹⁸⁴ *La rápida evolución de los cambios del mercado mundial exige una aplicación flexible de las nociones tradicionales de control. Este artículo argumenta que, dado el carácter singular de la propiedad de un fondo soberano, y los peligros inherentes asociados con el control soberano extranjero de las empresas nacionales, los diversos fondos soberanos de la misma nación, en virtud de su control conjunto por el mismo estado, debe someterse una presunción *iuris tantum* de que todos los fondos soberanos de la nación deben ser agregados y sus propiedades tratadas en forma conjunta. La carga se desplazaría entonces a los fondos soberanos para que demuestren la independencia en la toma de decisiones tanto de los otros fondos soberanos, como del gobierno propietario. Los indicios de independencia podrían ser la gestión de inversiones profesionalizada; separación de directivos, el grado de titularidad del gobierno, y el grado de control por parte de profesionales de control internos, tales como auditores y abogados. SLAWTOSKY, Joel. Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Págs. 1242-1243.*

Es más, en determinados casos, como señala SLAWTOSKI, puede ser razonable y conveniente que, en caso de países con intereses compartidos, se agrupen las posiciones de fondos soberanos de diversos Estados en operaciones concretas¹¹⁸⁵. Los indicios para apreciar esta coordinación son diversos y van desde las declaraciones políticas, la existencia de acciones conjuntas o la pertenencia a organizaciones o foros internacionales con fines específicos¹¹⁸⁶. Todo ello sin perjuicio de que, como sucede en

¹¹⁸⁵ *Otra área de potencial conflicto puede surgir cuando varios fondos soberanos de diferentes naciones adquieren acciones de la misma corporación. Desde el punto de vista tradicional, las inversiones de los fondos soberanos de diferentes naciones habrían de considerarse por separado. Sin embargo, determinadas circunstancias pueden justificar tratarlos conjuntamente. Consideren la posibilidad de que cuando los fondos soberanos de diferentes naciones obtengan participaciones en la misma entidad pueden estar haciéndolo por un motivo compartido. Tal motivo puede ser meramente financiero, o puede reflejar una agenda ideológica compartida de los soberanos. A veces los gobiernos actúan por razones ideológicas y pierden dinero voluntariamente siempre y cuando profundicen en sus intereses estratégicos. Por ejemplo, la antigua Unión Soviética perdió sumas considerables de dinero durante muchos años con la compra de azúcar de Cuba a precios por encima del mercado a cambio de petróleo vendido a precios por debajo del mercado. Dado que los gobiernos patrocinadores de los fondos soberanos pueden desear avanzar en agendas basadas, no en el ánimo de lucro, sino más bien en la ideología, es posible que los fondos soberanos que patrocinan puedan estar ideológicamente motivados también. Tales fondos soberanos estarán dispuestos a sacrificar grandes sumas de riqueza nacional a fin de promover sus objetivos ideológicos. Dado que los gobiernos extranjeros no tienen una obligación financiera para con sus ciudadanos en la forma en que una empresa la tiene con sus accionistas, su disposición a perder dinero con el fin de promover una ideología no puede ser descartada.* SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1265.

¹¹⁸⁶ *Con el fin de protegerse contra ese tipo de actividad, los fondos soberanos de países con motivaciones ideológicas similares deben agruparse, y sus posiciones agregadas. Las declaraciones y las políticas de los soberanos deben ser suficientes para despertar las sospechas del gobierno de que los fondos soberanos de dichos estados pueden estar influidos por la política de sus gobiernos. [...] Cuando las afirmaciones están respaldadas por una acción conjunta de apoyo a tal efecto, la presunción de la acción de grupo es aún más fuerte. [...] Para determinar si existen alineaciones tácitas, los reguladores pueden querer considerar la pertenencia de un país a ciertas organizaciones. Un examen de la Organización de Países Exportadores de Petróleo ("OPEP") es ilustrativa. El objetivo de la OPEP es la armonización de las estrategias de producción de los países miembros, y proteger los intereses comunes de estos países. [...] La pertenencia a organizaciones similares a la OPEP puede presentar una evidencia convincente de que los fondos soberanos de las naciones miembros están colaborando en grupo. [...]*

el caso de Estados individuales, se puedan presentar pruebas que enerven esa supuesta coordinación¹¹⁸⁷.

En suma, la conclusión que debemos sacar es que el concepto de fondo soberano agrupa una categoría de instituciones que pueden diferir en tamaño, antigüedad, estructura, fuentes de financiación, gobernanza, política de objetivos, perfiles de riesgo, horizontes de inversión, las clases de activos y los instrumentos elegibles¹¹⁸⁸. En efecto, como señala ROSE *los fondos soberanos son creados para varios propósitos incluidos el uso como fondos de estabilización, los fondos de dotación, fondos de reserva de pensiones, fondos de desarrollo, o fondos de administración de las participaciones gubernamentales*¹¹⁸⁹. Por tanto, en el ejercicio de buscar una noción de fondo soberano que permita examinar las diferentes alternativas regulatorias, es preciso elaborar una clasificación sistemática de las diferentes categorías que los analistas han identificado dentro de este concepto. A nuestro juicio la doble clasificación que realiza MEZZACAPO, distinguiendo entre el origen de la riqueza y los objetivos del fondo, es

Incluso sin evidencia directa de la actividad del grupo, la pertenencia a una organización dedicada al movimiento al alza de precios de los productos básicos debería por lo menos hacer que los reguladores a examinar más de cerca las inversiones realizadas por fondos soberanos de los Estados miembros. [...]Por lo tanto, a falta de una demostración de independencia, los intereses de varios fondos soberanos que pertenecen a un bloque de naciones que comparten la misma comunidad de aspiraciones deberían conducir a la agregación. SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond.* Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1266-1268.

¹¹⁸⁷ *En cuanto a los fondos soberanos de diferentes soberanos, concurriendo los hechos adecuados, una inferencia de la condición de grupo puede estar justificada. Los fondos soberanos de los diferentes soberanos que comparten un objetivo común pueden constituir un grupo de trabajo en conjunto para lograr un propósito similar, en cuyo caso su participación también debe ser agregada. Al igual que los múltiples fondos soberanos de una misma nación, los fondos soberanos de diferentes países tendrán que demostrar la independencia en la toma de decisiones con el fin de evitar su consideración conjunta.* SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond.* Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1243.

¹¹⁸⁸ IWG. *Sovereign Wealth Funds, Current Institutional and Operational Practices.* Prepared by the IWG Secretariat in Collaboration with the Members of the IWG, September 15, 2008.

¹¹⁸⁹ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders.* North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 107-108.

un instrumento especialmente útil en esta tarea¹¹⁹⁰.

En cuanto al origen de los recursos, MEZZACAPO distingue, por un lado, los fondos de materias primas (por ejemplo, los fondos de pensiones del Gobierno de Noruega y los fondos soberanos de Oriente Medio) financiados esencialmente con la venta de productos básicos (i.e., petróleo). Según este autor, representan el ahorro nacional neto de los gobiernos patrocinadores y se establecen para la estabilización del presupuesto y la distribución de la riqueza entre generaciones. Por otro, alude a los fondos que no son de materias primas (normalmente establecidos por los países asiáticos - por ejemplo, GIC, KIC, Fondo de Divisas HKMA), financiados mediante la transferencia del exceso de activos de las reservas nacionales de divisas mantenidas y gestionadas por bancos nacionales centrales o autoridades monetarias¹¹⁹¹. Esta clasificación la comparten otros autores como ROSE¹¹⁹², si bien subraya que en ambos casos son lo que podría denominarse fondos de reciclaje lo que refleja los riesgos que presenta tanto la inversión como la no inversión en el país de acogida¹¹⁹³.

¹¹⁹⁰ MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 12 y ss.

¹¹⁹¹ MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 12.

¹¹⁹² *Los fondos soberanos también son comúnmente clasificados por la fuente de sus fondos. La primera gran categoría se compone de fondos de materias primas creados a través de las exportaciones de productos de propiedad o gravados por el soberano. En primer lugar, esta categoría se compone de los fondos de petrodólares de los países exportadores de petróleo, incluidos los fondos de Noruega, Rusia, Kuwait, Qatar, y el Fondo Permanente de Alaska. Una segunda categoría se compone de los fondos no provenientes de productos básicos que se establecen a través de transferencias de activos de reservas oficiales de divisas incluyendo Singapur y China. La GIC de Singapur es el mayor fondo de este tipo.* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 107-108.

¹¹⁹³ *En ambas categorías, los fondos son por lo general lo que podríamos llamar fondos de reciclaje. Los fondos fluyen hacia economías emergentes o basadas en materias primas y, por una variedad de razones, incluyendo una escasez relativa de oportunidades de inversión, los fondos mantenidos por el soberano pueden ser redistribuidos. Cada vez más, estos fondos pueden ser invertidos en los países desarrollados como inversiones de capital en empresas cotizadas. El efectivo objeto de reciclaje que fluye de regreso a los Estados Unidos es visto como un hecho positivo; en lugar de canalizar los rendimientos de las*

En cuanto a los objetivos y políticas de inversión, siguiendo al FMI, MEZZACAPO clasifica a los fondos soberanos en las siguientes categorías: fondos de estabilización¹¹⁹⁴; fondos de ahorro¹¹⁹⁵; reserva para inversiones en corporaciones¹¹⁹⁶;

inversiones a suministrar fondos a las empresas en otros países, permite una cierta recuperación del capital. Mientras las inversiones de fondos soberanos plantean graves preocupaciones políticas y económicas, el problema inverso de no inversión de estos cuantiosos fondos también puede plantear graves amenazas a largo plazo para el mantenimiento de la prosperidad económica. Parte de la preocupación con los fondos que se suscitó en otros lugares es que puede haber menos transparencia en estas inversiones porque los fondos no estarían sujetos a los requisitos de información de las entidades cotizadas y supervisadas públicamente en mercados organizados. ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 108-109.

¹¹⁹⁴ *Establecidos por los países ricos en recursos naturales para proteger el presupuesto y la economía de los precios de los productos volátiles (generalmente del petróleo). Los fondos acumulan activos a lo largo de los años procedentes de amplios ingresos fiscales con el fin de prepararse para años de carestía.* MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 12.

¹¹⁹⁵ *Principalmente dirigidos a compartir la riqueza entre generaciones mediante la transferencia de activos no renovables a una cartera diversificada de activos financieros (internacionales), para dotar a las generaciones futuras u otros objetivos a largo plazo (por ejemplo, para prevenir/mitigar las llamadas " enfermedad holandesa ", es decir, un síndrome probable cuando una gran afluencia de divisas - por ejemplo, debida a un fuerte aumento de los precios de los productos exportados, la ayuda exterior y la inversión extranjera directa - se convierte en moneda local y se gasta en bienes nacionales no comerciables , induciendo una apreciación del tipo de cambio real que debilita la competitividad de las exportaciones del país (efecto del gasto), y un cambio de capital y mano de obra en sectores que experimentan un aumento de la demanda interna (efecto de movimiento de recursos).* MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 13.

¹¹⁹⁶ *Vehículos establecidos como una entidad legal separada, ya sea para reducir el arrastre del coste de gestión negativo de las reservas o para aplicar políticas de inversión con mayor rentabilidad. A menudo, los activos en dichos acuerdos están siendo contabilizados como reservas.* MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 13.

fondos de desarrollo¹¹⁹⁷; y fondos de pensiones de reserva¹¹⁹⁸.

¹¹⁹⁷ *Asignando de recursos para la financiación de proyectos socioeconómicos (por ejemplo, infraestructura).* MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision.* European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 13.

¹¹⁹⁸ *Una vez identificadas las pensiones y/o pasivos contingentes no especificados en el balance del gobierno.* MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision.* European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 13.

4.4.- Respuestas regulatorias a los fondos soberanos.

Las respuestas regulatorias a las actividades de los fondos soberanos de inversión pueden abordarse desde diversas perspectivas. Los posibles enfoques se articulan en torno a dos ejes. Por un lado, tenemos el país de origen y el país receptor de los capitales. Por otro lado, la regulación en cualquiera de los dos países puede ser limitada o comprensiva. La mayoría de los problemas se plantean desde la óptica del estado receptor de la inversión. Desde el punto de vista interno, estos países suelen tratar de centrarse en encontrar un equilibrio entre la protección de los proveedores de los fondos, su seguridad y estabilidad, y la integridad de los mercados y de los receptores de los fondos. Desde el punto de vista exterior, los objetivos se centran en proteger al país receptor y, en ocasiones, sus instituciones nacionales.

A la hora de abordar las posibles respuestas regulatorias a los fondos soberanos, EPSTEIN Y ROSE señalan que *las regulaciones son costosas de crear e implementar, y con frecuencia tienen consecuencias no deseadas. Es razonable exigir que los que proponen la adopción demuestren, como mínimo: (1) que de hecho hay un problema, (2) que los instrumentos existentes no son suficientes para hacer frente a ese problema, y (3) que la respuesta regulatoria propuesta no causa más daño que el que el problema mismo presenta*¹¹⁹⁹.

El primer problema es, por tanto, determinar si los fondos soberanos son en sí mismos un problema que exija una respuesta regulatoria. *Como advierte BERTIN DELACOUR los fondos soberanos tienen un carácter híbrido: son “fondos” de inversión que colocan su liquidez y gestionan su cartera, pero también son “soberanos” en la medida en que esa liquidez proviene del Estado. El control político de esos fondos puede hacer temer que sus decisiones respondan a motivaciones estratégicas, incluso más porque los fondos de los países no miembros de la OCDE son*

¹¹⁹⁹ EPSTEIN, Richard A. y ROSE, Amanda M. *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*. University of Chicago Law Review, Vol. 76, No. 111, 2009. Pág. 123.

*a menudo opacos y están controlados por Estados poco democráticos*¹²⁰⁰.

Recuerda BASSAN que la regulación sólo es necesaria cuando los mercados fallan y, en el caso de los fondos soberanos el fallo no ha sido aún probado, pero podría ocurrir en el futuro. Según este autor la única regulación necesaria es la precisa para neutralizar la naturaleza soberana del fondo¹²⁰¹. Lo que define a los fondos soberanos no son las nociones de soberanía e inversión, sino las de soberanía y propósitos. Son éstos los que determinan la inversión. Por ello, la regulación de los fondos soberanos sólo puede ser apropiada para dirigirse a las preocupaciones de los estados de acogida sobre esos propósitos, es decir, el temor de que otro estado pueda controlar o influir en una compañía que opere en sectores estratégicos¹²⁰². Según GILSON y MILHAUPT, *si el problema de las inversiones de los fondos soberanos es que algunos fondos tienen motivos estratégicos, en lugar de motivos de inversión, o tienen el potencial para apoyar una conducta estratégica si las circunstancias cambian en el futuro (de hecho, la opción de valor estratégico), la respuesta apropiada es bastante sencilla, al menos a nivel conceptual: limitar las inversiones estratégicas, pero dejar las inversiones tradicionales incólumes. Con respecto a las inversiones tradicionales, los intereses y las contribuciones de los fondos soberanos son idénticas a las de otros accionistas, y también proporcionan la variedad de importantes beneficios macroeconómicos que ya analizamos. Así, la línea a seguir es clara. La pregunta es si es factible*¹²⁰³.

En efecto, los fondos soberanos tienen la virtualidad de expandir la influencia

¹²⁰⁰ BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris: 2009. Pág. 98.

¹²⁰¹ *De acuerdo con la corriente dominante estas preocupaciones existen en la medida en que está presente una anomalía y peculiaridad soberana en la naturaleza de estos fondos: los fondos soberanos de inversión son fondos soberanos que actúan como una entidad privada. Soberanos en términos de propiedad, privados en términos de actividad. Dejando al margen el factor "soberano", estas preocupaciones no estarían justificadas en los mercados internacionales. En consecuencia, la única regulación específica que se necesita es la que neutralizara la propiedad soberana.* BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 39.

¹²⁰² BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Págs. 39 y 40.

¹²⁰³ GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1362.

política a los medios económicos. En particular, pueden permitir a los estados convertir los mercados privados en un foro a través del cual pueden proyectar su poder político y regulatorio en el panorama internacional. De este modo, además, son un instrumento para alentar la tendencia hacia la privatización de la regulación y su difuminación dentro de marcos de seguimiento y control en el mercado. En cierta medida, siguiendo a BACKER, se puede afirmar que subvierten el elemento privado del orden económico global¹²⁰⁴.

La distinción entre economía y política, entre Derecho Público y Derecho Privado se vuelve cada vez más tenue en el contexto de la globalización financiera. Los Estados actúan como inversores en el mercado, por lo que la diferencia no es de comportamiento sino, en su caso, de los objetivos que persiguen. Mientras que los distintos ordenamientos jurídicos tienen herramientas previstas para atajar el comportamiento de los inversores privados cuando persiguen objetivos espurios, no está tan claro que esos instrumentos puedan ser idóneos cuando esas finalidades anómalas son diseñadas en función de los intereses de inversores públicos. En palabras de BACKER *la discusión sobre la regulación de los fondos soberanos revela la necesidad*

¹²⁰⁴ *Está claro que los fondos soberanos representan un punto de unión de múltiples caras en la convergencia del derecho público y el derecho privado. Por un lado, los fondos soberanos incluyen los intentos de los estados de participar en los mercados globales como individuos privados. Por otro lado, los fondos soberanos pueden gobernar por otros medios. Los fondos soberanos potencialmente permiten a los estados convertir los mercados privados en arena pública a través de la cual pueden proyectar su poder político y regulatorio en el extranjero. La proyección de la autoridad soberana a través de la inversión soberana, en ambos sentidos, también profundiza en la tendencia a largo plazo hacia la privatización de la regulación y su difuminación dentro de marcos de seguimiento y control. En este último sentido, la inversión soberana contribuye al uso de de los mercados como otro vector para la gobernanza, a causa de la manera en la que ha sido cada vez más usada la privatización de los regímenes de seguimiento y control -enfaticando la transparencia financiera-. Así, en el debate de los fondos soberanos hay mucho más que problemas de clasificación y carácter. La inversión soberana, como punto visible de convergencia del poder público y privado, tiene el poder de expandir la política a través de medios económicos. De esta manera, la inversión soberana sugiere que la participación de las entidades públicas como participantes privados probablemente subvertirá el elemento privado del orden económico global. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 59.*

de confrontar el panorama cambiante de poder y regulación en el plano supranacional¹²⁰⁵, en el que Estados y empresas luchan por el ejercicio y control del poder¹²⁰⁶.

¹²⁰⁵ Está claro que las viejas teorías sobre la división entre economía y política, así como los efectos en la interpretación del derecho, ya no son reflejo de ninguna realidad en el terreno. Un análisis más sutil sugiere que la diferencia no es de comportamiento, en la medida en que los estados mimetizan con facilidad el comportamiento de otras personas jurídicas. Más bien, la diferencia es que las motivaciones, objetivos y estructuras de valores de los inversores soberanos y no soberanos tienden a diverger, así como su respectivo poder sobre el mercado, más que en el mercado. Del mismo modo que hay una convergencia entre el derecho público y privado, hay una convergencia entre el derecho como un conjunto de herramientas formales e institucionalizadas sobre las que las entidades públicas ejercían un monopolio de poder, y la gobernanza como un método privado, contractual e informal de controlar o regular el comportamiento disponible para cualquier comunidad con suficiente poder para ejercerlo. El derecho, como el estado, puede ser más difícil de detectar en un entorno institucional globalizado de regulación rígida y flexible multinivel y multicontextual. El problema real permanece. No es un temor de xenofobia lo que informa la discusión sobre los fondos soberanos de inversión, como sugiere Lawrence Summers. Más bien, la discusión sobre la regulación de los fondos soberanos revela la necesidad de confrontar el panorama cambiante de poder y regulación en el plano supranacional. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 58-59.

¹²⁰⁶ Y así una preocupación centenaria llevó a la comunidad de naciones más cerca de una solución que puedan comprender y controlar. Esta solución se basa también en una simple adquisición mecánica de una participación significativa dentro de esos mismos mercados que desafían los límites territoriales. De esta manera, los estados, al igual que los agentes económicos privados, podrían ser capaces de superar las barreras regulatorias del territorio, pero con un propósito completamente diferente. Para los estados que están a punto de ser abrumados por las agrupaciones de poder privado, apareció una alternativa a la subordinación al poder económico transnacional privado. Esa alternativa es adquirir la mayor porción de ese poder económico privado transnacional que sea posible. Este enfoque tiene la ventaja de no alterar la forma de organización económica en la actualidad en vigor. Pero también tuvo una consecuencia saludable para la preservación del poder del Estado; redujo las complicaciones en las relaciones internacionales mediante la disminución del poder de los intrusos en el escenario tradicional de los conflictos de poder, dejando (de nuevo) el estado con un control sustancial de esa etapa. En un sistema global en el que las campañas militares ya no son moral y legalmente justificable de manera significativa (excepto, quizás, si se ejercen bajo la protección de los estados más poderosos), la inclinación del público a la agresión y la competencia debe ser satisfecha por otros medios. Hoy en día, las formas de competencia amistosa, o el combate agresivo, se realizan indirectamente. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned*

FARREL, LUND, GERELMANN y SEEBURGER sugieren que los responsables políticos en Estados Unidos y Europa *deben asegurarse que basan cualquier respuesta regulatoria en una evaluación objetiva de los hechos, diferenciando entre las adquisiciones directas de empresas por empresas gubernamentales y las inversiones de agentes de los mercados financieros que diversifican, como los fondos soberanos. Estos últimos efectúan inversiones pasivas a través de la compra de acciones y títulos de deuda*¹²⁰⁷.

En este sentido, EPSTEIN y ROSE advierten que *a pesar de la trayectoria limpia de los fondos soberanos bajo los regímenes preexistentes, muchas veces los políticos y los expertos han advertido de los peligros que los fondos soberanos plantean a nuestro sistema capitalista y, paradójicamente, han abogado por una mayor regulación. [...] algunos han sugerido que a los fondos soberanos solo se les permita invertir a través de intermediarios financieros, mientras que otros han sugerido que los fondos soberanos se limiten a invertir en fondos de índices globales. Propuestas alternativas incluyen que los fondos soberanos sean despojados de sus derechos de voto, que se les prohíba tomar posiciones mayoritarias en las empresas nacionales, y que sean objeto de reglas obligatorias de divulgación y de gobernanza. En Alemania, las fuerzas proteccionistas han propuesto la creación de un fondo financiado por "las cajas de ahorro alemanas, cooperativas de crédito y compañías de seguros", que adquiriría posiciones minoritarias de bloqueo en empresas consideradas en riesgo de caer bajo control extranjero*¹²⁰⁸.

Así, ROSE precisa que *con el crecimiento espectacular de los fondos soberanos, cada nueva inversión de un fondo soberano parece exigir una mayor regulación. Sin embargo, cualquier nueva regulación debe ser evaluada dentro del contexto más*

Enterprises and the Chinese Experience. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 142.

¹²⁰⁷ FARREL, Diana; LUND, Susan; GERLEMANN, Eva y SEEBURGER, Peter. *The new power brokers: how oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets*. McKinsey Global Institute. 2007. Pág. 94.

¹²⁰⁸ EPSTEIN, Richard A. y ROSE, Amanda M. *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*. University of Chicago Law Review, Vol. 76, No. 111, 2009. Págs. 119-120.

*amplio de la regulación de los inversores, así como de los incentivos económicos y políticos que influyen sobre los soberanos en su papel de accionistas*¹²⁰⁹. Por tanto, el problema es que, en el caso de la inversión soberana, el Estado inversor no está ejerciendo un poder regulatorio, sino participativo, similar en cierto modo al que pudieran ejercer las grandes corporaciones multinacionales¹²¹⁰.

En este contexto, la clave del eje de las políticas regulatorias, como apunta BACKER, es que sea posible neutralizar el elemento soberano de los inversores. En particular, es sugerente la comparativa que realiza entre los inversores individuales y los institucionales con los inversores soberanos. Si bien es cierto que los inversores soberanos, a diferencia de los individuales pueden legislar, cuando actúan fuera de sus fronteras participan en la gobernanza de las compañías como accionistas. Es decir, de manera similar a los individuos, actúan a través de la entidad, no sobre ella. De este modo, ejercen su poder como accionista dentro de la corporación y toman sus decisiones para maximizar su bienestar como accionistas en el contexto de sus inversiones totales. Ahora bien, mientras los individuos toman sus decisiones por sí mismos, los inversores institucionales y los soberanos toman sus decisiones aplicando respectivamente los principios de sus deberes fiduciarios los primeros y su responsabilidad democrática o su equivalente funcional los segundos. Por ello, se habla de que las acciones de estos accionistas son regulatorias: un estado traduce su voluntad política comprando o vendiendo acciones o actuando como accionista activo en la gobernanza de la compañía. Ello lleva a una encrucijada regulatoria que se basa en la

¹²⁰⁹ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 106-107.

¹²¹⁰ *Los vehículos de inversión soberana están jugando un papel importante en el desarrollo, y en la reconceptualización de las nociones emergentes del poder público y privado. En la forma de los fondos soberanos, uno puede abandonar la vieja distinción entre el poder público y privado para construir una nueva matriz jurídica basada en la distinción entre el poder regulatorio y participativo. Dentro de dicha matriz, el carácter del actor es menos determinante de la calidad del poder ejercido. Al igual que el Derecho ha pasado del estatuto a las distinciones contractuales en Occidente, ha evolucionado de una distinción público/privado a una regulatorio/participativo. Dentro de estas dicotomías, la condición del actor como un Estado o una corporación contarán menos que la comprensión de la naturaleza de la intervención del actor en particular- de regulación o de participación.* BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 144.

asunción fundamental de que los estados pueden actuar como participantes privados en el mercado. Sin embargo, ello no desvanece la preocupación de que los fondos soberanos sean herramientas de los estados que los poseen, incluso cuando tengan personalidad jurídica diferenciada, y la presunción de que los estados actúan en el ejercicio de su capacidad regulatoria incluso en el marco de sus inversiones, con independencia de su forma y lugar¹²¹¹.

Una tendencia doctrinal propone desarrollar modelos que impongan restricciones a los aspectos críticos de los fondos soberanos¹²¹². Para estos autores, no existe una regulación internacional y unas referencias multilaterales que deberían regular los fondos soberanos. Estas referencias deberían basarse en cuatro factores: objetivos y estrategias de inversión; gobernanza; transparencia y comportamiento de los administradores de los fondos. En esta línea otros autores sugieren que debería haber restricciones multilaterales tanto en el estado de recepción como en el de origen; el primero debería evitar acciones proteccionistas y, especialmente, no debería incluir el principio de reciprocidad. Los estados de origen deberían invertir de acuerdo con la lógica del mercado; garantizar su transparencia; adoptar unos sistemas adecuados de auditoría del riesgo interno y gobernanza; competir limpiamente con los fondos privados sin aprovechar las ventajas derivadas de su control estatal; promover la estabilidad financiera y respetar la normas dictadas por el estado receptor.

Una segunda línea doctrinal, considera que un conjunto de reglas detalladas puede ser contraproducente y que, en cambio, la imposición de dos obligaciones sería suficiente. De ahí que BASSAN hable de la teoría de la doble limitación¹²¹³. La primera consistiría en que las reglas de gobierno del fondo garanticen que sus decisiones se basan en objetivos no políticos, esto es, que busquen maximizar su beneficio. Sería una norma semejante a la que se impone a los bancos centrales cuando se les asigna un

¹²¹¹ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 50-52.

¹²¹² BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Págs. 41-43.

¹²¹³ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Págs. 43-44.

mandato concreto, como obtener la estabilidad de precios. La segunda tendría por objeto restringir el máximo de acciones disponibles para un fondo soberano, por ejemplo por debajo de una posición de influencia dominante, para garantizar que sólo efectúen inversiones de cartera y no inversiones directas.

La tercera línea de propuestas analizadas por BASSAN tiene por objeto la adopción de medidas regulatorias que controlen que los fondos soberanos no persigan algo más que un mero interés financiero¹²¹⁴. La primera solución es la suspensión de los derechos de voto de las acciones compradas por una entidad gubernamental en sentido amplio, acciones que recobrarían el derecho de voto en caso de ser vendidas. BASSAN¹²¹⁵ es crítico con esta opción por dos razones. Por un lado, los instrumentos para influir en los directivos de una empresa son múltiples y no todos están relacionados con los derechos de voto. Por otro lado, la noción amplia de entidad gubernamental puede afectar a entidades que, como los fondos de pensiones, no crean los conflictos que se trata de paliar. Además, en el ámbito de la Unión Europea semejante medida es de dudosa legalidad. Otros autores sugieren medidas como la revelación de los historiales de voto, la delegación de mandato de inversión a gestores o intermediarios externos e independientes o el empleo de un índice bien diversificado, opciones respecto de las cuales BASSAN se muestra igualmente escéptico.

BASSAN¹²¹⁶ sostiene que la regulación de los fondos soberanos en los Estados receptores debe reunir los siguientes requisitos: 1) Ser residual, aplicándose sólo cuando los fondos no respeten los Principios de Santiago; 2) predecible; 3) transparente; 4) confidencial, en lo que se refiere a los aspectos de la inversión que los fondos consideren que no deben ser revelados; y 5) proporcionada; el test de proporcionalidad debe realizarse desde la óptica temporal (debe tratarse de medidas temporales, adoptadas a posteriori y por un lapso breve) y objetiva (debe tenerse clara la finalidad de la medida).

¹²¹⁴ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Págs. 43-45.

¹²¹⁵ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 45.

¹²¹⁶ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 84.

Siguiendo a Edwin TRUMAN la posible regulación de los fondos soberanos se puede articular en torno a cinco alternativas: la regulación comprensiva de todas sus actividades; la prohibición de inversiones específicas; limitaciones en sus actividades de inversión; modalidades de reciprocidad o el establecimiento de un marcador¹²¹⁷.

4.4.1.- Regulación comprensiva

Un primer enfoque es que la regulación no debe distinguir entre inversores extranjeros y nacionales, sino que se debe aprovechar el marco jurídico preexistente para controlar las inversiones de gobiernos extranjeros bajo la óptica de un tratamiento nacional. Se trataría de atajar las preocupaciones sobre la contribución de los fondos soberanos a la turbulencia y la incertidumbre en los mercados con los instrumentos en vigor. Los distintos países deberían revisar las políticas regulatorias y de competencia a la luz de los problemas específicos de los fondos soberanos para asegurarse de que son eficaces a estos efectos¹²¹⁸.

Este enfoque tiene sus ventajas. Por un lado, se prevendrían eventuales tratos discriminatorios, ya que no en vano el tratamiento nacional es un concepto muy valorado por los economistas a estos efectos. Por otro lado, en principio, los problemas que plantean los fondos soberanos son comunes a otras formas de inversión extranjera. Las singularidades más relevantes se refieren a la posibilidad de que los países puedan emplear sus fondos soberanos como herramientas para conseguir sus objetivos políticos o económicos. Sin embargo, según TRUMAN, aunque la regulación comprensiva sirva para atajar el potencial de confusión e incertidumbre asociado a los fondos soberanos, el resultado es que se incrementarán los conflictos políticos derivados de la posible utilización de los fondos soberanos como quinta columna. Para evitar el problema este autor sugiere que el enfoque comprensivo se aplique internacionalmente vía acuerdos o

¹²¹⁷ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 58 y ss.

¹²¹⁸ En el caso de los Estados Unidos supondría ir más allá del enfoque particular del CFIUS, para residenciar el examen en la SEC, la Reserva Federal, los reguladores de los sectores estratégicos y las autoridades de competencia.

tratados internacionales. De este modo se evitaría generar diferencias estratégicas entre los estados que lo empleasen y los que no¹²¹⁹.

Otro aspecto problemático vendría causado por la naturaleza heterogénea de los fondos soberanos. Ante el intento de aplicar una regulación a un determinado concepto de fondos soberanos, los países titulares de los mismos reaccionarían transformándolos para evitar subsumirlos en la definición. Según TRUMAN esto también se podría evitar elaborando un concepto que partiera de las reservas de divisas hasta las inversiones de las entidades controladas por el gobierno. Ahora bien, ello plantea dos inconvenientes. En primer lugar, en un contexto antiglobalización resulta complejo obtener el apoyo necesario para la ratificación de un acuerdo de este calado. En segundo término, en la medida en que se prohibiesen ciertas inversiones, sería preciso bien imponer una desinversión masiva o exceptuar ciertas inversiones de dicha obligación. Cualquiera de las dos alternativas resulta problemática en el corto plazo desde el punto de vista político y económico¹²²⁰.

TRUMAN considera que aun cuando una regulación comprensiva de las inversiones controladas por los gobiernos es un objetivo adecuado a largo plazo, sería insuficiente, ya que sólo atajaría los riesgos de incertidumbre y persecución de objetivos de poder político y económico¹²²¹. En esta línea BACKER, por ejemplo, aboga por esta clase de medidas sólo para las empresas estatales, pero no para los fondos soberanos¹²²².

¹²¹⁹ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 59.

¹²²⁰ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 59.

¹²²¹ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 61.

¹²²² *Parecería que un marco diferente se adapta mejor a la elaboración de principios regulatorios. Por un lado, esas normas deben ser reforzadas para que los accionistas minoritarios de las filiales extranjeras puedan proteger sus intereses frente a las acciones de las empresas estatales y sus propietarios. Esto incluiría acciones en contra de los Estados propietarios de la empresa de propiedad estatal y leyes nacionales específicas. También garantizaría que las empresas de propiedad estatal, en calidad de accionistas de las filiales, actúen exclusivamente en interés de la empresa bajo su control, al menos cuando actúan como administradores de sociedades, o cuando los accionistas ejerzan sus*

4.4.2.- Prohibición de inversiones específicas.

Un segundo enfoque consiste en prohibir inversiones específicas. Es decir, establecer una lista de sectores que podríamos considerar estratégicos y en los que no podrían invertir los fondos soberanos. Se trata de un régimen que con diversas variaciones se ha establecido en algunos países como Rusia o Francia.

Una de las principales ventajas de una medida como ésta es que presenta una indudable seguridad jurídica. No obstante, este sistema no convence a algunos de los estudiosos sobre la materia. MARCHICK y SLAUGHTER son críticos con la utilización de un sistema de listas de sectores para controlar la inversión extranjera¹²²³.

derechos en el marco de operaciones de autocontratación. Por otro lado, el Estado de acogida podría tomar potestades adicionales para intervenir en las acciones de las empresas sobre las que tiene control regulatorio. Muchas normas societarias confieren poder al Estado para interponer un recurso para disolver una corporación que exceda o abuse de la autorización que la ley le confiere. Además, la ley concede a los Estados por lo general el derecho de disolver administrativamente una corporación. Para que un Estado tenga el poder de intervenir en estas filiales, podría ampliar su uso del poder de disolución de las empresas para adaptarse al contexto de las filiales de las empresas estatales extranjeras. Dicha acción estaría justificada si se hace evidente que aquellas que son propiedad o están bajo control de una empresa constituida con arreglo al derecho nacional son utilizadas para fines distintos de aquellos para los cuales fue constituida la empresa, por ejemplo, "se dedique a cualquier actividad lícita". BACKER, Larry Catá. Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 73.

¹²²³ *La publicación de una lista sectorial es muy difícil para los reguladores debido a que los hechos y las circunstancias en las que una inversión extranjera puede plantear cuestiones de seguridad nacional varían significativamente. Además, la creciente complejidad de las estructuras globales de negocios hace que sea muy difícil aplicar a las transacciones reales listas ex ante claras. En la práctica, entonces, una lista que pretende fomentar la certeza para el inversor puede acabar en realidad reduciéndola.*

En general, el posible beneficio de las listas sectoriales para la certidumbre de los inversores se ve compensado por los problemas prácticos de implementación a la hora de una elaboración y aplicación sensata de estas listas. En consecuencia, los países no deben crear estas listas. Si un gobierno opta por crear una lista basada en sectores, sin embargo, debe adaptarse a las transacciones que están en el centro de los intereses seguridad nacional de un gobierno. En la elaboración de una lista sectorial, los

En el caso concreto de los fondos soberanos, TRUMAN también se muestra especialmente crítico con este tipo de medidas. A su modo de ver estas listas sólo son útiles si sirven para excluir cualquier tipo de revisión; de igual manera, señala que pueden dar lugar a una escalada de aumento del tamaño de la lista en los distintos países, lo cual puede generar una regulación incontrolada o ser un instrumento en manos de los intereses locales¹²²⁴.

Una alternativa al sistema sería el establecimiento de una lista positiva, esto es, basada en sectores y países de origen que al Estado receptor le parezcan idóneos. TRUMAN ilustra este concepto con la expresión *knowing your investor* empleada por Manfred SCHEKULIN, Ministro de Economía y Trabajo austríaco, en una conferencia en la Universidad de Columbia en 2008. En otras palabras, sólo se admitirían las actividades de inversores conocidos y se rechazarían las de los desconocidos o indeseables. La aplicación de semejante sistema, caracterizado por ser eminentemente subjetivo, plantea graves problemas. Resulta sumamente complejo garantizar que no sea discriminatorio y evitar que se base en prejuicios¹²²⁵.

Cualquiera que sea la naturaleza de la lista limitativa su eficacia en la práctica resulta limitada por tres razones. En primer lugar, no resulta razonable circunscribir la

reguladores -que tienden a ser cautos y conservadores en principio- pueden sentirse inclinados a redactar una lista muy amplia que cubra todas las transacciones concebibles que pudieran plantear cuestiones de seguridad nacional. Esta tendencia debe resistirse. Por ejemplo, aunque las inversiones en el sector de la energía se han vuelto más sensibles y de mayor interés para los gobiernos en Europa, Asia y América del Norte, no todas las inversiones en energía son sensibles. Un gobierno puede tener un enorme y legítimo interés en la regulación de la energía nuclear, incluyendo quién es dueño de una empresa de energía nuclear. Alternativamente, es difícil ver cómo una inversión extranjera en, por ejemplo, un parque eólico podría plantear cuestiones de seguridad nacional. Por lo tanto, en lugar de la energía considerada como un amplio sector de interés para los reguladores del gobierno, sería mejor identificar, de una manera lo más estricta posible, esos sub-sectores específicos que generan preocupaciones de seguridad nacional. MARCHNICK, David M. y SLAUGHTER, Matthew J. *Global FDI policy: correcting a protectionist drift*. Council on Foreign Relations. Nueva York, 2008. Pág 37-38.

¹²²⁴ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 61.

¹²²⁵ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010.. Pág. 62.

lista a los fondos soberanos y excluir otras entidades bajo control gubernamental. Si el concepto de inversor fuera amplio y se fijaran unos límites muy rigurosos para la inversión, nos encontraríamos con el problema de las inversiones preexistentes. Ni la desinversión obligatoria ni el establecimiento de un régimen de excepciones son satisfactorios. Finalmente, surge la cuestión de las inversiones indirectas a través de entidades vehículo incardinadas en centros extraterritoriales o simplemente a través de *hedge funds*, firmas de *private equity* o similares. Por tanto, el sistema de listas sectoriales presenta serias limitaciones a la hora de atajar las preocupaciones que causa la actividad inversora de los fondos soberanos.

4.4.3- Limitación de las actividades de inversión.

Una tercera alternativa a la prohibición de inversiones es la limitación de las actividades de inversión de los fondos soberanos. Se trata de atajar los peligros inherentes a los fondos en lo relativo a sus actividades y el ejercicio de poder político y económico a través de ellos. TRUMAN clasifica las posibles opciones al respecto en las siguientes: a) limitación del tamaño de su participación en el capital de las empresas nacionales, financieras o no financieras; b) prohibición de designar miembros del consejo de administración; c) limitación a la tenencia de acciones sin voto o supresión del derecho de voto; d) exigencia de canalizar sus inversiones a través de intermediarios¹²²⁶. De hecho, en su informe de 2007 el McKinsey Global Institute alude a medidas de este tipo como cauce para aplacar las suspicacias frente a los fondos soberanos¹²²⁷.

¹²²⁶ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 63.

¹²²⁷ *Los bancos centrales y los fondos soberanos de inversión de Asia y los países exportadores de petróleo pueden incrementar voluntariamente la publicidad para aplacar las preocupaciones públicas respecto a sus motivos de inversión. Los bancos centrales, por ejemplo, podrían suministrar más información respecto a la combinación de divisas e instrumentos en sus reservas y cualquier cambio planeado en la combinación. Los fondos soberanos de inversión podrían publicar más información sobre sus estrategias de inversión, sus objetivos de distribución de cartera, su gobierno interno y sus procedimientos de gestión del riesgo. El Fondo de Pensiones Gubernamental de Noruega es un modelo en esta área. Al declarar públicamente sus objetivos de inversión, los fondos soberanos de inversión*

Advierte BACKER que existe un atractivo intuitivo en el argumento de que no todos los objetivos de los accionistas son igualmente válidos, y este argumento es especialmente llamativo cuando el accionista es un estado. Destaca la existencia de dos precedentes en el Derecho americano para considerar la existencia de límites a los intereses del accionista: *Dodge v. Ford Motor Co.*¹²²⁸ y *Gamble v. Queens County Water Co.*¹²²⁹. En resumen los derechos de los accionistas quedarían limitados por su deber de lealtad a la entidad. En el caso de los Estados, no podrían actuar como accionistas privados por cuanto su finalidad es maximizar el bienestar público, lo que constituye un objetivo distinto de maximizar el bienestar privado¹²³⁰.

Así, GILSON y MILHAUPT abogan decididamente por la suspensión del derecho de voto de los fondos soberanos. *La suspensión de los derechos de voto de los*

pueden aliviar la preocupación de que la política desempeñará un papel en la toma de decisiones -y reducir la probabilidad de que los reguladores tomen la iniciativa. Muchos fondos utilizan gestores de activos externos para una porción de su cartera, lo que demuestra su preocupación por la rentabilidad y suprime la potencial influencia política en las compañías en que compran acciones. FARREL, Diana; LUND, Susan; GERLEMANN, Eva y SEEBURGER, Peter. *The new power brokers: how oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets.* McKinsey Global Institute. 2007. Pág. 42.

¹²²⁸ *Dodge v. Ford Motor Company*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668. (Mich. 1919). En este caso, se discutió si unos accionistas minoritarios podían evitar la intención de los directivos de una compañía de suprimir los dividendos. El Tribunal Supremo de Michigan consideró que una corporación se organiza para el beneficio de sus accionistas, distinto del de la comunidad o sus empleados. Por ello, las atribuciones de los administradores deben ejercerse para conseguir ese fin y no se extienden a la reducción o no distribución de los beneficios en provecho del interés público, haciendo los beneficios de los accionistas incidentales respecto de éste.

¹²²⁹ *Gamble v. Queens County Water Co.*, 25 N.E. 201 (N.Y. 1890). En este caso, se concluye que existen límites al margen de actuación de los accionistas mayoritarios. Se trataba de la compra a un administrador de un inmueble valorado en 65.000 dólares a cambio de unas acciones y de unos bonos garantizados con un nominal de 50.000 y 65.000 dólares respectivamente, todo ello con la aquiescencia de los accionistas mayoritarios. El Tribunal Supremo de Nueva York consideró, que aunque fuera así, no se podía permitir que la mayoría privara fraudulentamente a los minoritarios de sus derechos e intereses en la corporación.

¹²³⁰ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience.* *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 53.

*fondos soberanos aborda una faceta de la competencia entre los mercados y el capitalismo neo-mercantilista. Resuelve el problema inmediato al que se dirige- el uso de la estructura de gobierno corporativo de una sociedad de cartera para influir en sus decisiones de una manera que funcione en beneficio del gobierno dueño de los fondos soberanos, a expensas de los demás accionistas de la compañía de cartera y, potencialmente, del propio país de acogida. Esta solución no puede resolver los problemas más grandes que surgen de la interacción de los diferentes conceptos del capitalismo, pero permite abordar el riesgo más serio que plantean los fondos soberanos: la percepción de que el comportamiento estratégico por parte de entidades estatales extranjeras dará lugar a una reacción proteccionista. Si la suspensión del voto reduce el riesgo de una respuesta proteccionista, permitirá a los mercados mundiales demostrar que, en el largo plazo, los gobiernos hacen ineficaces a los capitalistas, especialmente en los sectores donde la innovación es la clave. La compra de tiempo para permitir que la competencia entre los dos sistemas del capitalismo funcione por sí sola, no es poca cosa*¹²³¹

A su modo de ver, la capacidad de influencia del fondo soberano viene determinada por el potencial uso que pueda hacer de sus derechos de voto¹²³². Por ello, *si la influencia de un fondo soberano accionista depende de la capacidad de voto de sus acciones, entonces los medios obvios para evitar una conducta estratégica –un comportamiento que beneficia al fondo soberano o su dueño soberano de una manera*

¹²³¹ GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1369.

¹²³² *En casos importantes, los elementos formales de gobierno corporativo tienen una gran importancia. Incluso los elementos informales, no legales, pueden operar en la sombra de las estructuras formales de decisión legalmente dictadas. Supongamos que los altos ejecutivos de una corporación resisten los esfuerzos de un fondo soberano que es accionista significativo para influir en las decisiones de la corporación de una manera favorable para el fondo soberano, por ejemplo, al negarse a autorizar acuerdos de transferencia de tecnología con empresas en la jurisdicción del fondo soberano. En ese caso, el fondo soberano accionista puede solicitar que el consejo de administración reemplace a los directivos recalcitrantes. Si eso no funciona, el fondo soberano puede tratar de persuadir a otros accionistas a unirse con él y sustituir al consejo. Por lo tanto, la influencia informal un fondo soberano depende, en última instancia, de su influencia formal, de la capacidad de voto de sus acciones.* GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1363-1364.

*que no benefician proporcionalmente a otros accionistas- son restringir el derecho de un fondo soberano a votar*¹²³³.

TRUMAN, en cambio, se muestra especialmente crítico con la adopción de medidas limitativas como éstas. Este autor considera que no resulta claro distinguir entre los motivos económicos y estratégicos de un accionista. Además, los grandes accionistas disponen de medios adicionales para influir en la gestión de las compañías, y es ingenuo pensar que los administradores de la empresa no les prestarán atención. En segundo término, añade que privar del derecho de voto a los accionistas es inconsistente con los beneficios en términos de eficiencia que están asociados a la democracia de los accionistas. Es más, no resulta coherente limitar el voto a los fondos soberanos extranjeros y no a los fondos soberanos de pensiones nacionales. A todo ello se unen las posibles represalias desde otros países¹²³⁴. Para paliar estas críticas, GILSON Y MILHAUPT, tras reconocer lo fundado de las mismas¹²³⁵, abogan por una mera

¹²³³ GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1364.

¹²³⁴ TRUMAN, Edwin M. Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation? Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 64 y 65

¹²³⁵ *Por supuesto, la objeción prevista para la eliminación de los derechos de voto de las acciones en poder de un fondo soberano es que va a reducir el valor de las acciones de las acciones sin voto, ya que valen menos que las acciones de voto. Esta es la observación que alimenta la opinión, en última instancia errónea, de que nuestra propuesta es proteccionista, ya que reduce el valor de las acciones exteriores de un fondo soberano. El problema se agrava debido a que los motivos para invertir de un fondo soberano no pueden ser observados con precisión; es más, la propuesta no delimita la división entre inversores estratégicos y no estratégicos. Debido a que la declaración del fondo soberano que opera de manera independiente de su dueño gubernamental o que tiene únicamente motivos de inversión para fines no estratégicos no es creíble, la pérdida del derecho de voto debe aplicarse a todos los fondos soberanos, aunque la mayoría de los fondos soberanos, de hecho, tienen motivos tradicionales de inversión únicamente (o el valor de la opción estratégica para el fondo soberano en particular –digamos Noruegas pequeña). El resultado, según este argumento, será el de desalentar a los fondos soberanos de inversión, no sólo aquellos con los temidos motivos estratégicos; todos los fondos soberanos tendrán que pagar el precio más alto de las acciones, pero sólo recibirán las de menor valor, las acciones sin voto. Uno puede esperar que los importantes aspectos beneficiosos de reciclaje de capital del fondo soberano se van a ver comprometidos de esta manera. Esto no es minimalismo regulatorio, y nuestra propuesta no sería una solución viable si terminara allí.* GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism. Stanford

suspensión de los derechos de voto¹²³⁶.

Otros autores adoptan posturas más conciliadoras con estos principios. Por ejemplo, LOWERY, funcionario del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, propone que los fondos soberanos decidan voluntariamente no votar o revelen el sentido de su voto¹²³⁷. TRUMAN recuerda que se trata de una práctica de los inversores

Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1364.

¹²³⁶ *Este problema de sobre-inclusión se puede resolver si los derechos de voto de las acciones en poder de los fondos soberanos sólo se suspenden. La segunda parte de nuestra propuesta es que las acciones recuperen sus derechos de voto cuando se vendan por el fondo soberano a un tercero no dependiente de un gobierno. En virtud de nuestra propuesta, el fondo soberano compra acciones con derecho a voto y vende acciones con derecho a voto. Por lo tanto, no afectaría a la capacidad del fondo soberano de vender acciones de voto en el mercado, ofrecer las acciones con derecho a voto en una oferta pública de adquisición, o vender un paquete de acciones con voto a un comprador interesado. La pérdida del derecho de voto, mientras que el fondo soberano sea titular de las acciones -es decir, la pérdida de la capacidad del fondo soberano de utilizar los mecanismos formales e informales de gobierno corporativo para servir a fines estratégicos- sólo sirve para separar los fondos soberanos con motivos estratégicos, cuya inversión debe ser desalentada, de los fondos soberanos de inversión con motivos puros, cuya inversión debe ser alentada. Lo más importante desde la perspectiva del minimalismo regulatorio, es que eliminar los derechos de voto de fondo soberano en poder de las acciones no requiere la determinación administrativa del motivo de inversión del fondo, lo que llevaría consigo el malestar manifiesto de obligar a los gobiernos soberanos a defender sus transacciones en el mercado de capitales en un procedimiento llevado a cabo por otro gobierno. Por el contrario, la suspensión del voto conduce a un auto-cumplimiento por los propios fondos soberanos, porque la regla genera un equilibrio separador: los fondos soberanos para los cuales el valor estratégico es importante, simplemente no van a invertir, mientras que los fondos soberanos que, al igual que otros accionistas, sólo están interesados en el valor de la inversión, no se verán frenados. Y a diferencia de los códigos de buenas prácticas propuestos, la suspensión del voto no pretende imponer restricciones sobre cómo un gobierno soberano gestiona sus activos o entidades. GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1364-1365.*

¹²³⁷ *Hay quienes dicen que no se debe permitir a los fondos soberanos ejercitar el derecho de voto de sus acciones cuando toman una participación que no es de control en una empresa estadounidense. Creo que esto va demasiado lejos. La mayoría de las clases de valores de renta variable - aunque no todas - permiten a su titular votar sobre los principales asuntos de la política corporativa y del consejo de administración. Ese es uno de los derechos más fundamentales de la propiedad de las corporaciones estadounidenses. Es esencial para la vitalidad y el atractivo de los mercados de capital.*

institucionales en el Reino Unido y una exigencia de la SEC para los fondos de pensiones. En este último caso se trata de paliar los posibles conflictos de intereses de los fondos de pensiones, que presentan una naturaleza similar a la de los fondos soberanos.

En cuanto a la utilización de intermediarios para canalizar las inversiones, TRUMAN advierte que es difícil de llevar a la práctica. Es más, salvo que se garantice la máxima transparencia sobre las modalidades contractuales en los que se base, y esos contratos aseguren el control de las decisiones sin instrucciones previas, se mantendrían los mismos problemas. En esta línea no debe olvidarse tampoco que los gobiernos recurren a otras entidades controladas por ellos. Como variante de esta medida AIZENMAN y GLICK sugieren que los fondos soberanos deben ser invitados a invertir en instrumentos vinculados a índices diversificados¹²³⁸. Sin embargo, si esta medida

Es perfectamente legítimo, sin embargo, considerar cómo se aplica esto en el contexto de un fondo soberano. Creo que hay dos caminos perfectamente defendibles para los fondos soberanos. En primer lugar, algunos fondos soberanos tienen una política explícita de no ejercer el derecho de voto de sus acciones. Esto también puede ser el caso de algunos bancos centrales que tienen una parte de las reservas oficiales de divisas en forma de renta variable. El Banco Nacional de Suiza, por ejemplo, declara explícitamente que por lo general no ejerce su derecho de voto en las juntas generales de accionistas. Los fondos soberanos que decidan no ejercer el derecho de voto de sus acciones pueden estar motivados por el deseo de mantener una cierta distancia de los asuntos de la operativa del negocio y de potenciales preocupaciones políticas - pero eso es algo que les corresponde a ellos decidir. Cualquiera que sea la motivación, su decisión de no votar sus acciones debe ser respetada.

En segundo lugar, otros fondos soberanos eligen en su lugar ejercer el derecho de voto de sus acciones, ya que conciben el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas como instrumento para la creación de valor en la empresa en el medio plazo. Esta elección debe ser igualmente respetada. Sin embargo, echando un vistazo simultáneo a un fondo soberano de gran tamaño (Fondo-Global de Pensiones del Gobierno de Noruega), y un gran fondo estatal de pensiones de Estados Unidos (CalPERS), que ejerce su derecho de voto, destacan dos cosas. Una de ellas es la utilidad de revelar de antemano las políticas generales que guían cómo votará el fondo, a fin de evitar sorpresas indebidas y desagradables. Otra es la utilidad de la divulgación de los votos reales en sí, de modo que los observadores externos puedan evaluar si el fondo está siguiendo sus políticas generales establecidas.

LOWERY, Clay. *The role of sovereign wealth funds in the global economy*. Remarks at Barclays Capital's 12th Annual Global Inflation-Linked Conference. 2008

¹²³⁸ AIZENMAN, Joshua y GLICK, Reuven. *Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?* FRBSF Economic Letter. Number 2007-38, December 14, 2007.

fuera obligatoria no sólo sería discriminatoria, sino que generaría un arbitraje regulatorio en la medida en que algunos países invierten sus reservas de divisas directamente en acciones.

En cualquier caso, TRUMAN considera que la limitación de las actividades de los fondos soberanos para proteger la integridad de los mercados, o limitar la persecución de objetivos de poder político o económico, ofrece beneficios limitados y sería difícil de aplicar¹²³⁹.

4.4.4- Modalidades de reciprocidad.

La cuarta categoría de medidas frente a los fondos soberanos se basa en el establecimiento de reciprocidad en el trato. Como recuerda TRUMAN¹²⁴⁰, este tipo de medidas cuenta con diversos defensores. Este enfoque trata de equilibrar las reglas del juego con los países de origen de los fondos soberanos. A este respecto son sumamente clarificadoras las declaraciones de Jean-Claude Juncker en 2007. El por aquel entonces presidente del Eurogrupo manifestó que *los países que protegen sus propios mercados no pueden esperar que se les permita hacer inversiones sin trabas en Europa*¹²⁴¹. No obstante, bien habría que ver si, en su condición de Presidente de la Comisión mantendría hoy lo mismo.

El principal problema es definir el alcance que debe tener la reciprocidad en estos casos. Es decir, hay que delimitar si se refiere sólo a los fondos soberanos o, por el contrario, a todas las inversiones extranjeras. Éste último parece ser el enfoque que suelen adoptar los partidarios de la reciprocidad. Sin embargo, la reciprocidad es objeto de múltiples críticas como instrumento de diplomacia financiera desde diversos sectores. La opinión dominante es que los standards internacionales deben basarse en el principio de trato nacional y los distintos instrumentos internacionales apuntan en esta

¹²³⁹ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 64 y 65.

¹²⁴⁰ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 65.

¹²⁴¹ Declaraciones al periódico alemán Handelsblatt el 19 de octubre de 2007.

línea. Además como apunta TRUMAN¹²⁴² son múltiples las manifestaciones en que se materializan las inversiones de los fondos soberanos. Esta circunstancia dificulta sobremanera el diseño de un programa de reciprocidad manejable.

En la misma línea cabe cuestionarse si el establecimiento de la reciprocidad constituye un instrumento idóneo para resolver los riesgos que crean los fondos soberanos. Lo único a lo que contribuyen es a equilibrar en cierta medida las reglas del juego, pero no a atajar los problemas. Según TRUMAN, el establecimiento de un régimen de reciprocidad como instrumento para lograr un equilibrio en las reglas del juego puede abrir un debate más amplio en el sistema financiero internacional. En particular, nos referimos a la organización y gobernanza de las principales instituciones financieras y económicas internacionales. En efecto, el equilibrio de las finanzas internacionales ha girado a las economías emergentes que, precisamente, suelen ser las titulares de fondos soberanos y que no verán con buenos ojos el cambio de un sistema basado en la apertura a otro basado en la reciprocidad.

4.4.5- Establecimiento de un marcador.

Frente a las cuatro anteriores alternativas, TRUMAN propone el fortalecimiento de la responsabilidad y la transparencia a través del establecimiento de un marcador de buenas prácticas¹²⁴³. El planteamiento de este autor parte de reforzar la transparencia en la actividad de los fondos soberanos como instrumento para fortalecer su responsabilidad en los mercados. Para conseguir esta finalidad la herramienta más idónea sería el establecimiento de un marcador que permitiera analizar y comparar el comportamiento de cada fondo soberano.

El marcador diseñado por TRUMAN se basa en un cuestionario de preguntas que deben responderse afirmativa o negativamente. Cada respuesta positiva recibe un punto. Las cuestiones se agrupan en torno a cuatro áreas:

¹²⁴² TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 68.

¹²⁴³ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010.. Págs. 69 y ss.

- Estructura del fondo, incluyendo sus objetivos, lazos con la política fiscal del gobierno e independencia respecto de las reservas internacionales del país. Esta área tiene por objeto la organización básica del fondo y proporcionar confianza a los ciudadanos del país de origen y de los países donde se invierte respecto a la transparencia organizativa del fondo.

- Gobernanza del fondo, con referencia al papel del gobierno, de su órgano de administración y de los gestores, así como si el fondo está sujeto a guías de responsabilidad corporativa. En esta área se analiza el papel en las operaciones del Gobierno del país, de los órganos de gobierno del fondo y de sus gestores, así como los instrumentos de gobernanza corporativa y el uso de referencias éticas en las actividades.

- Responsabilidad y transparencia del fondo en su estrategia de inversión, sus actividades de inversión, informes y auditorías. En palabras de TRUMAN, *la responsabilidad frente a los ciudadanos del país de origen de un fondo soberano de inversión y a los ciudadanos y gobierno de los países en los que invierte, así como a los participantes en los mercados financieros de manera más general, debería ser el principal objetivo motivador de las mejores prácticas de los fondos soberanos de inversión. La transparencia sobre la estructura y operaciones de los fondos es un medio hacia este fin más amplio*¹²⁴⁴. Sin embargo, la plena transparencia del fondo resulta sumamente delicada en algunos extremos. Aspectos como el tamaño del fondo, el retorno que obtiene, los informes que publique o su sistema de auditoría demuestran la sensibilidad política de esta clase de inversores. Mientras hay quien considera el tamaño de los fondos como un secreto de estado frente a posibles acciones de estados hostiles; otros piensan que la revelación pública de ciertos datos podría generar problemas a las autoridades en algunos momentos.

- Comportamiento del fondo en la gestión de su cartera y sus políticas de gestión del riesgo, incluyendo el uso de apalancamiento y de derivados. Según TRUMAN¹²⁴⁵,

¹²⁴⁴ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Pág. 84

¹²⁴⁵ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson

esta categoría combina la gestión del riesgo con características que pueden ser relevantes para los operadores en el mercado por el alcance potencial que pueden llegar a tener las actividades de los fondos de inversión.

No obstante, la implantación de una regulación de este tipo presenta serias limitaciones tal y como advierten GILSON y MILHAUPT. Por un lado, desde el punto de vista de la transparencia, no existen garantías de credibilidad respecto de las informaciones que se divulgan a los efectos de poder discriminar las inversiones estratégicas¹²⁴⁶. Por otro lado, resulta difícil de creer que el mercado pueda reaccionar para penalizar comportamientos de este tipo sin ahuyentar la inversión soberana¹²⁴⁷.

Institute for International Economics, 2010. Pág. 88

¹²⁴⁶ Según GILSON y MILHAUPT, *el diseño de la regulación minimalista es muy complicado por el hecho de que los motivos de un fondo soberano de inversión no son transparentes, independientemente de la extensión de la divulgación formal de un fondo soberano -en declaraciones públicas, informes o presentaciones. Supongamos que de acuerdo con un nuevo requisito reglamentario de un código de mejores prácticas promulgado por una ONG, un fondo soberano declara que funciona de forma totalmente independiente de su dueño gubernamental. ¿Por qué alguien creería la declaración? Incluso si es cierto en el pasado, será cierto en el futuro sólo si el gobierno así lo decide - la cuestión de la opción estratégica. ¿Podría alguien realmente creer que los gestores de inversión de China Investment Corporation o de Temasek de Singapur cuelguen el teléfono si un alto cargo del gobierno (o en el caso de China, el Partido) llamara para ofrecer asesoramiento sobre el manejo del fondo de una determinada inversión para avanzar en el interés del propio país, en lugar de la sociedad de cartera? Una vez más, la transparencia, ya sea obligatoria, ya alentada a través de códigos de buenas prácticas -la respuesta de la política actual en todas partes a la preocupación por los fondos soberanos- no aborda el verdadero problema. La divulgación adicional simplemente no puede distinguir entre inversores estratégicos y no estratégicos.* GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1362-1363.

¹²⁴⁷ Para GILSON y MILHAUPT, *una respuesta basada en la divulgación corre el riesgo de alejar a los gobiernos titulares de los fondos soberanos, y potencialmente desplazar los instrumentos de inversión de los países desarrollados, a pesar de que el enfoque es probablemente ineficaz. Los principios de gobernanza de los Estados Unidos, la UE y el FMI buscan imponer a los fondos soberanos atañen directamente al poder de un gobierno de gestionar sus propios activos y entidades. Llamar a la propuesta códigos voluntarios es algo engañoso. El enfoque europeo de cumplir o divulgar, del cual se deriva el enfoque de divulgación de los fondos soberanos, supone que el mercado va a hacer cumplir las normas voluntarias, si una empresa no cumple. Pero cuando la parte que incurre en incumplimiento es*

un fondo soberano, el único agente del orden factible es el gobierno de la compañía de cartera. Por lo tanto, cualquiera de los códigos propuestos es totalmente inaplicable, o da lugar a una penetración directa en la soberanía del gobierno propietario del fondo soberano. GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism.* Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1363.

4.5.- La regulación de los fondos soberanos en los Estados Unidos.

Como hemos visto en la primera parte de nuestro estudio, los Estados Unidos tienen un marco especialmente desarrollado en lo que se refiere al control de las inversiones extranjeras. En esta parte de nuestra investigación analizaremos como incide ese marco regulatorio en los riesgos que generan los fondos soberanos. A este respecto, ROSE señala que el marco existente de leyes federales y estatales, junto con importantes factores políticos y económicos, elimina o reduce muchos de los riesgos de los fondos soberanos¹²⁴⁸.

Como precisa ROSE, la política regulatoria de los Estados Unidos es típica, en el sentido de que trata de limitar la actividad política de los fondos soberanos. En este ejercicio, la legislación intenta evitar enviar señales proteccionistas a los mercados que, a medio y largo plazo, perjudicarían a los Estados Unidos y a sus empresas. La clave es tratar de garantizar un acceso justo y no discriminatorio al mercado y, a la vez, diseñar instrumentos eficaces que den una respuesta rápida al comportamiento político de los fondos soberanos. Sólo así se puede garantizar la integridad de los mercados en beneficio de todos los participantes¹²⁴⁹.

4.5.1.- La enmienda Exon-Florio

En el ámbito federal, la norma por excelencia es la enmienda Exon-Florio, a la

¹²⁴⁸ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 117.

¹²⁴⁹ *Las respuestas regulatorias a los fondos soberanos por los países de acogida presentan normalmente al menos una característica importante en común: la restricción de los fondos soberanos a la actividad inversora en lugar de la actividad política. La regulación de los Estados Unidos es típica en este sentido. Sin embargo, la preocupación por las actividades políticas debe equilibrarse frente al proteccionismo que podría en última instancia perjudicar a los mercados y las empresas de Estados Unidos. Para equilibrar estas preocupaciones, la regulación de un país sobre los fondos soberanos debe regirse por dos principios generales. En primer lugar, se debe permitir a los fondos soberanos un acceso justo y no discriminatorio a los mercados de Estados Unidos. En segundo lugar, los reguladores de Estados Unidos y los mercados deben tener la posibilidad de comprobar rápidamente el comportamiento político de los fondos soberanos. Los Estados Unidos deben tener una política de puertas abiertas con respecto a sus mercados, pero deben garantizar una regulación justa y efectiva para todos los participantes.* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 123.

que nos referiremos en primer lugar. Junto a ella tenemos un amplio catálogo de normas sectoriales, tanto en lo relativo a la regulación del mercado de valores como a sectores específicos (v.gr. sector financiero, energía o transportes). En el ámbito estatal, no debemos olvidar que el Derecho de Sociedades en los Estados Unidos sigue siendo competencia de los Estados. El Derecho de Sociedades como cauce para canalizar los conflictos existentes en las compañías es igualmente una herramienta de gran potencial para atajar los riesgos de los fondos soberanos.

Uno de los principales instrumentos de control de las actividades inversoras de los fondos soberanos en los Estados Unidos lo constituye la enmienda Exon-Florio. Esta disposición establece un procedimiento de control a través del Committee on Foreign Investment in the United States¹²⁵⁰. Como estudiamos en su momento, el proceso suele iniciarse por una comunicación voluntaria de las partes, en la medida en que éstas obtienen una mayor seguridad jurídica que si dejan la cuestión abierta a la incoación de un expediente de oficio en cualquier momento.

¹²⁵⁰ Como señala ROSE, *el proceso del CFIUS controla “cualquier fusión, adquisición o toma de control que se propone. . . por o con cualquier persona extranjera que podría resultar en el control extranjero de entidades que participan en el comercio interestatal en los Estados Unidos”, y se centra en las inversiones que puedan tener un impacto en la seguridad de una “infraestructura crítica”. De acuerdo con los recientes reglamentos del Departamento del Tesoro, el control es “el poder, directo o indirecto, sea o no ejercido, a través de la propiedad de una mayoría o una minoría dominante del capital total con derecho de voto en una entidad, de la representación en el Consejo, de delegaciones de voto, de una acción especial, de disposiciones contractuales, formales o arreglos informales para actuar en concierto, o por otros medios, para determinar, ordenar o decidir sobre asuntos importantes que afectan a un entidad; en particular, pero sin limitación, para determinar, dirigir, tomar, alcanzar, o causar decisiones relativas a las cuestiones siguientes, o cualesquiera otros asuntos igualmente importantes que afectan a una entidad”. El reglamento establece a continuación una lista de decisiones que demuestran control, tales como la venta o gravamen de activos, reorganización o fusión de la entidad, el cierre o la reubicación de las instalaciones, los principales gastos, emisiones de capital o deuda, la selección de los negocios o empresas, celebración o extinción de contratos importantes, alteración de las políticas para el control de la información confidencial, el nombramiento o el despido de los altos directivos, el nombramiento o despido de personas con acceso a información confidencial, y modificación de los documentos organizativos.* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 126-127.

La instrucción del expediente completo constaría de cuatro fases: revisión inicial de 30 días desde la recepción de la solicitud; período de investigación de 45 días para las transacciones que precisen una revisión adicional; informe formal al Presidente; y decisión presidencial en el plazo de 15 días desde la recepción del informe. En 1993 se aprobó la enmienda Byrd, en virtud de la cual se preveía la aplicación del período de investigación en cualquier supuesto en que una entidad controlada por o actuando por cuenta de un gobierno extranjero intentase participar en cualquier fusión, adquisición o toma de control de una entidad estadounidense que pudiese afectar a la seguridad de los Estados Unidos. En segundo término, tenemos la reforma operada por la Foreign Investment National Security Act (FINSA) de 2007. Señala ROSE que la FINSA *es propiamente entendida como una respuesta a la actividad de los fondos soberanos y las empresas de titularidad estatal, y está diseñada para proporcionar un marco en el que los reguladores norteamericanos puedan ponderar los riesgos particulares que se presentan con la inversión de entidades bajo control estatal. Equilibrar estos riesgos en una manera competitivamente neutral ha sido históricamente un desafío, y ahora parece ser más acuciante tras la aprobación de la FINSA*¹²⁵¹.

Advierte ROSE que *como sucedió con la enmienda Exon-Florio dos décadas antes, la Foreign Investment and National Security Act de 2007 codifica en gran medida las prácticas de la administración. La FINSA no es tanto un cambio en la filosofía o movimiento dramático en la intensidad regulatoria, como una evolución del marco preexistente. Como con la enmienda Exon-Florio, sin embargo, la evolución ha producido ciertas adaptaciones que han tenido un impacto significativo en la forma en que los acuerdos de inversión extranjera son ejecutados y regulados*¹²⁵². Por ello, si bien estas medidas afectan directamente a los fondos soberanos, ROSE advierte que existe una práctica de no investigar adquisiciones de menos del 10% del capital salvo que implique alguna forma de control y, en virtud de la reforma operada por la FINSA de 2007, se ha desarrollado una dinámica de firmar acuerdos de mitigación, lo que de

¹²⁵¹ ROSE, Paul. *The Foreign Investment and National Security Act of 2007: an assessment of its impact on Sovereign Wealth Funds and State-Owned Enterprises*. Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 231. Moritz College of Law. The Ohio State University. 2014. Pág. 3.

¹²⁵² ROSE, Paul. *The Foreign Investment and National Security Act of 2007: an assessment of its impact on Sovereign Wealth Funds and State-Owned Enterprises*. Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 231. Moritz College of Law. The Ohio State University. 2014. Pág. 12.

facto supone que los fondos soberanos se limitan adoptar inversiones pasivas¹²⁵³.

La situación tras la reforma de 2007 ha sido valorada de manera desigual. Existe una seria corriente de opinión que entiende que la reforma no es suficiente para atajar los riesgos de los fondos soberanos, ya que, según los casos, participaciones de incluso un 5% pueden conferir una influencia significativa. Sin embargo, como advierte ROSE, el marco es suficientemente flexible como para que el CFIUS pueda en esos casos

¹²⁵³ *En virtud del proceso del CFIUS, las partes en una transacción sometida mismo suelen presentar una notificación voluntaria, a menudo, incluso cuando parece que la transacción no se refiere a una titularidad de control. Después de recibir la notificación, el CFIUS lleva a cabo una “revisión de seguridad nacional” de treinta días. Tras este examen, el CFIUS bien puede permitir que la transacción continúe, bien pueda llevar a cabo una segunda “investigación de seguridad nacional” de cuarenta y cinco días. Ciertas transacciones, sin embargo, requieren de la instrucción automática de la segunda etapa, incluidas las inversiones extranjeras controladas por un gobierno, que se definen como las transacciones en las que “una entidad controlada por o en nombre de un Gobierno extranjero busca a participar en una fusión, adquisición o absorción que podría resultar en el control de una entidad que afecte al comercio interestatal en los Estados Unidos que pudiera afectar a la seguridad nacional de los Estados Unidos”. Una excepción a este requisito es el hallazgo por altos funcionarios del CFIUS, después de la revisión, que la transacción no perjudicará la seguridad nacional. Los funcionarios del CFIUS también han desarrollado una práctica (aunque no es una regla) de investigar las transacciones que impliquen la adquisición de menos del diez por ciento de las acciones en circulación de la compañía, siempre que la adquisición plantee cuestiones de control para el inversor, como el nombramiento de un puesto en el consejo de administración. El CFIUS, especialmente después de la modificación por la FINSA, a menudo condiciona la aprobación de las inversiones de los fondos soberanos a la firma de “acuerdos de mitigación” en los que los organismos gubernamentales interesados intermedian entre los compradores y los vendedores. Los acuerdos de mitigación pueden precisar de acuerdos especiales de seguridad, auditorías, la adhesión a diversas referencias y “mejores prácticas” federales, e indemnizaciones liquidadas. En el caso de fondos soberanos, un acuerdo de mitigación relativo a un fondo soberano que sea accionista minoritario podría razonablemente prever que el fondo siga siendo un accionista pasivo, prohibiendo al fondo accionista buscar un puesto en el consejo de administración. En la práctica, sin embargo, los fondos soberanos tienden por sistema a invertir en cantidades que no obligan a una investigación del CFIUS. Es más, las condiciones de las inversiones pasivas son establecidas por el emisor y el fondo soberano de modo que el riesgo de implicación política -no sólo para el fondo soberano, sino para las agencias gubernamentales de Estados Unidos o los miembros del Congreso- es minimizado. ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Págs. 127-128.*

iniciar un revisión e instruir un expediente completo¹²⁵⁴.

Según ROSE, la amplia definición de control en el ámbito del CFIUS apenas deja fuera de revisión cualquier actividad que intente ejercer una influencia indebida. El mero ejercicio del voto minoritario por parte del fondo soberano es insuficiente para hacer que la compañía objetivo adopte decisiones sesgadas políticamente por el fondo. Si el Estado titular del fondo intentara presionar a otros accionistas o amenazara con vender su participación, pondría de manifiesto un sesgo político que activaría otros mecanismos de control jurídicos, económicos o políticos¹²⁵⁵.

¹²⁵⁴ *Las reforma de 2007 por la FINSA intentó trazar una deriva moderada con respecto a las preocupaciones de las inversiones soberanas. Algunos comentaristas y políticos han expresado su preocupación de que el proceso del CFIUS no proporciona suficiente protección. Por ejemplo, el senador Evan Bayh, argumenta que los accionistas como el príncipe Alwaleed bin Talal pueden ejercer influencia sobre una compañía, incluso siendo titulares de menos del cinco por ciento de las acciones en circulación de la compañía. Tales transacciones pueden no estar dentro del ámbito de la revisión del CFIUS, ya que no implican una participación de control. Sin embargo, el CFIUS todavía conserva la capacidad de iniciar una revisión, incluso aunque instruyese una revisión formal de treinta días o una investigación de cuarenta y cinco días. Por ejemplo, cuando un fondo soberano que inicialmente no adquiriese el control, intente posteriormente adquirir y ejercer el control, el CFIUS puede iniciar una investigación y suspender o anular cualquier transacción motivada políticamente.* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 128-129.

¹²⁵⁵ *Un fondo soberano puede usar su inversión en una forma política, pero estar aún fuera de los márgenes de control que delimitan la competencia del CFIUS. Sin embargo, como el CFIUS define el control en términos generales como la capacidad de “determinar, dirigir, tomar, alcanzar, o causar decisiones relativas. . . asuntos importantes que afecta a una entidad”, parece poco lo que un fondo soberano podría hacer que quede fuera de la actividad inversora legítima y, sin embargo, no activara la revisión del CFIUS. El mero ejercicio del derecho de voto no podría permitir que el fondo soberano ordenara a la empresa revelar tecnologías sensibles o invertir en el soberano patrocinador, por ejemplo. El fondo soberano precisaría un control para forzar esas transacciones, y el acto de tratar de adquirir el control daría lugar a una revisión de del CFIUS. Fuera de la competencia del CFIUS dentro de la esfera más oscura de la influencia de los accionistas, la protección contra la la actividad política disminuye. Sin embargo, a pesar de que el CFIUS ya no se aplicaría, otros factores funcionarían en contra de la actividad política de manera que los fondos soberanos no deban poseer mayor influencia que los demás accionistas. Supongamos que un soberano desea presionar a una empresa en la cartera de su fondo soberano para que construya una fábrica en una de las regiones más pobres del soberano. Si la transacción es justa para la empresa y sus accionistas, tal vez la empresa estará de acuerdo. Pero ¿por*

Los principales inconvenientes del proceso establecido en la enmienda Exon-Florio son de dos clases, si bien ambas categorías están íntimamente vinculadas. Por un lado, el proceso de revisión del CFIUS aumenta los costes de transacción. Por otro lado, los riesgos de que la revisión de la transacción por parte de las autoridades norteamericanas se vea sesgada políticamente.

Respecto de los costes de transacción, ROSE advierte que *queda una serie de problemas con el proceso del CFIUS, sin embargo, que sugieren que el riesgo de una aplicación rigurosa del CFIUS es mayor que el riesgo de la explotación política de los fondos soberanos por sus patrocinadores soberanos. En primer lugar, incluso para las transacciones que no son revisadas, el CFIUS añade considerables costes de transacción a cualquier operación significativa de un fondo soberano que involucre una entidad de Estados Unidos. Aparte de los costes añadidos al fondo soberano y al emisor por los asesores legales que ayudan a las partes a navegar por el proceso del CFIUS, el CFIUS también crea retrasos potencialmente costosos si la transacción es revisada. Al exigir que los funcionarios dicten de manera expresa una decisión de no investigar, la FINSA crea una presión para investigar que sin duda aumentará el tiempo promedio para la revisión de las ofertas de fondos soberanos*¹²⁵⁶.

Respecto de los asesores legales, ROSE razona que la falta de transparencia hace que sólo sean útiles asesores experimentados, lo que no sólo aumenta el importe de sus honorarios, sino la dependencia de ellos¹²⁵⁷. En efecto, para evitar que el proceso se

qué una participación minoritaria de un fondo soberano sugiere que la compañía y el soberano no negocian en condiciones de mercado? Dicho de otro modo, ¿qué presión podría aplicar el soberano que no creara graves consecuencias políticas y económicas para el soberano y su fondo soberano? ¿No podría, por ejemplo, amenazar con cerrar las oportunidades de la empresa para hacer negocios en el país sin que tal decisión resulte caracterizada como políticamente motivada? Del mismo modo, ¿no podría amenazar con vender sus acciones sin un resultado similar? Incluso donde el CFIUS no llega, otras leyes, realidades económicas y consecuencias políticas proporcionan una seguridad considerable contra el uso político de los fondos soberanos. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 129-130.

¹²⁵⁶ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 130.

¹²⁵⁷ Según ROSE a medida que los abogados ganan más experiencia en el procedimiento del CFIUS,

dilata en el tiempo y reducir el riesgo de una resolución desfavorable, es cada vez más aconsejable contar con asistencia especializada desde la gestación inicial de la transacción¹²⁵⁸.

Por lo que concierne al riesgo de politización, tras la reforma operada por la FINSA, este se manifiesta en tres campos claramente delimitados. En primer lugar, la reforma introdujo elementos de evaluación en el examen del CFIUS, que no están relacionados con la transacción en sí y que están vinculados a motivaciones políticas.

*desarrollan un acervo de conocimiento que les permitirá aconsejar de manera más efectiva a sus clientes. Ese hecho subraya los beneficios de contratar un asesor experimentado; por otro lado, por supuesto, el fallo del CFIUS a la hora de hacer más transparentes de manera efectiva sus determinaciones y acuerdos y aumenta las barreras de entrada a otros abogados, lo que puede tener como efecto un incremento de los costes de las partes en una transacción que puede ir de varios cientos de miles de dólares a varios millones de dólares. Estos costes hacen menos probable que las operaciones pequeñas se consumen, o si se consuman el vendedor americano se verá forzado a renunciar a una parte del valor en términos de costes de transacción, que de otra manera habría recibido por el negocio. Desde la perspectiva del comprador extranjero, un coste de transacción elevado significa que está en una posición de desventaja con los compradores nacionales. Esto afecta particularmente a las empresas de titularidad estatal y los fondos soberanos porque tienen la certeza de someterse a la fase de investigación del examen del CFIUS y también tienen más posibilidades de precisar un acuerdo de mitigación, que en ambos casos incrementarán dramáticamente los costes de transacción para las partes. ROSE, Paul. *The Foreign Investment and National Security Act of 2007: an assessment of its impact on Sovereign Wealth Funds and State-Owned Enterprises*. Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 231. Moritz College of Law. The Ohio State University. 2014. Pág. 35-36.*

¹²⁵⁸ Para ROSE, otra crítica al CFIUS es la duración en el tiempo que implica ejecutar una revisión e investigación. El cuidadoso procedimiento que se instruye ahora por el CFIUS tras la FINSA ha tendido de hecho a dilatar la duración del examen; sólo el proceso de certificación hace el procedimiento más deliberativo y largo. Sin embargo, no hay nada inherentemente irracional en el tiempo necesario para una revisión del CFIUS. De hecho, si los inversores extranjeros contratan un asesor experimentado cuanto antes, no hay ningún motivo para que una revisión del CFIUS deba implicar un tiempo adicional al ordinario para gestionar una transacción que incluya compradores extranjeros. El riesgo para la operación llega cuando las partes asumen que el procedimiento del CFIUS es un examen tardío de la misma, y no una etapa esencial e inicial del proceso de la transacción. ROSE, Paul. *The Foreign Investment and National Security Act of 2007: an assessment of its impact on Sovereign Wealth Funds and State-Owned Enterprises*. Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 231. Moritz College of Law. The Ohio State University. 2014. Pág. 37.

Como recuerda ROSE¹²⁵⁹, entre los factores a considerar se incluyen: (a) la adherencia del país del fondo soberano a regímenes de control de la no proliferación de armas, (b) la relación de ese país con Estados Unidos, específicamente en cuanto a su historial de cooperación con los esfuerzos de lucha contra el terrorismo, y (c) la posibilidad de transbordo o desvío de tecnologías con aplicaciones militares, incluyendo un análisis de las leyes y reglamentos de control de exportaciones¹²⁶⁰.

La politización, en segundo término, puede derivarse de actividades privadas o gubernamentales fuera del CFIUS. En línea con lo que hemos señalado anteriormente, ROSE advierte que las partes privadas han usado el proceso del CFIUS para su propio beneficio¹²⁶¹.

En tercer lugar, como hemos visto en la primera parte de este trabajo, la reforma introducida por la FINSA otorgó mayor relevancia al papel del Congreso en la supervisión del CFIUS. Según ROSE, la experiencia demuestra que la clave para el éxito de los esfuerzos privados para explotar el proceso CFIUS es el fomento de la participación del Congreso, que se ha incrementado a través de las reformas de la FINSA. La FINSA prevé una mayor supervisión del Congreso, requiriendo que el CFIUS informe a: (i) los líderes de la mayoría y la minoría de la Cámara y el Senado, (ii) el presidente y los miembros de alto rango del Comité de Banca del Senado y el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes, (iii) cualquier comité del Senado o de la Cámara que tenga por objeto la supervisión sobre la agencia principal en la revisión del CFIUS, (iv) Los senadores y miembros de Congreso del distrito afectado, e, implícitamente, (v) los gobernadores cuyos estados "interactúan" con la infraestructura crítica involucrada¹²⁶².

En estas condiciones ROSE advierte que los ejercientes han denunciado que una participación del Congreso de tan amplio alcance, transacción por transacción, en la

¹²⁵⁹ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 130-131.

¹²⁶⁰ 50 U.S.C.S. app. § 2170(f)(9)(B).

¹²⁶¹ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Págs. 131-134.

¹²⁶² ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 134.

atmósfera potencialmente explosiva de la cuestión de la inversión extranjera sólo puede aumentar el riesgo de errores políticos, sobre todo cuando los electores de Estados Unidos tengan un interés en oponerse a un inversor extranjero de la competencia. El peligro en el proceso CFIUS es que el abuso político sea fácilmente enmascarado como la promoción de una tarea legítima y la protección de la seguridad nacional. El riesgo de semejantes medidas políticas o proteccionistas, sin embargo, es una menor inversión en los Estados Unidos y para él la seguridad nacional no debe ser una excusa para el proteccionismo¹²⁶³. Por ello, ROSE propone que se introduzcan mayores elementos de transparencia en el procedimiento, tanto en beneficio del inversor soberano como del propio regulador¹²⁶⁴.

La reforma introducida por la FINSA presenta, no obstante, elementos para evitar la utilización política del procedimiento. El ejemplo más claro son los límites a la posibilidad indefinida en el tiempo de reabrir una investigación y detener o revocar una transacción autorizada previamente. Como señala ROSE, *en lugar de permitir una reapertura arbitraria de la investigación de una inversión aprobada, la previsión de carácter indefinido del CFIUS contiene dos indicadores firmes que proporcionan cierto grado de certeza a los fondos soberanos con intenciones de inversión. En primer lugar, una investigación transacción puede reabrirse “si cualquiera de las partes en la transacción presenta información falsa o materialmente confusa al Comité en relación con la revisión o investigación u omite información material, incluyendo documentos materiales, en la información presentada al Comité”. En segundo lugar, el CFIUS puede volver a abrir una investigación: (1) “si cualquiera de las partes en la*

¹²⁶³ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 134-135.

¹²⁶⁴ A su modo de ver, *en la medida en que la FINSA implica más supervisión del Congreso sobre el CFIUS que con la enmienda Exon-Florio, el proceso quizá presente más riesgos de politizarse. Esto no es ignorar la realidad de que los fondos soberanos y las empresas de titularidad estatal son, de hecho, diferentes de otros inversores de una manera relevante, y que las estructuras regulatorias deben adaptarse para tener en cuenta estas diferencias. Sin embargo, la transparencia recíproca ayuda a facilitar tanto la decisión inversora de la empresa de titularidad estatal o del fondo soberano como el análisis del riesgo de seguridad nacional (si lo hay) del regulador*. ROSE, Paul. *The Foreign Investment and National Security Act of 2007: an assessment of its impact on Sovereign Wealth Funds and State-Owned Enterprises*. Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 231. Moritz College of Law. The Ohio State University. 2014. Pág. 33.

transacción o la entidad resultante de la consumación de la transacción incumple intencional y materialmente un acuerdo de mitigación”, (2) si el “incumplimiento es constatado al Comité por el departamento u organismo principal para la vigilancia y la aplicación de dicho acuerdo como un incumplimiento material intencionado”, y (3) “si el CFIUS determina que no hay otros recursos o herramientas de aplicación disponibles para hacer frente a dicho incumplimiento”¹²⁶⁵.

En definitiva, para ROSE el reto del CFIUS es cumplir con su mandato de presentación de informes al Congreso al mismo tiempo que se protege de las presiones políticas. Irónicamente, aunque la mitigación contra el riesgo político pueda ser unilateral, los peligros de la actividad política extranjera se mitigan, pero aumenta la supervisión del Congreso y esa participación supone un riesgo político para los fondos soberanos¹²⁶⁶. El riesgo para este autor es claro: la FINSA desalienta con éxito la inversión política por parte de los fondos soberanos. Sin embargo, FINSA puede tener también el efecto no deseado de desalentar a los inversores soberanos activos y tal vez incluso algunos inversores soberanos pasivos, a menos que la experiencia con el proceso del CFIUS calme las preocupaciones de los fondos soberanos de que el CFIUS estará politizado¹²⁶⁷.

Las principales medidas para corregir el riesgo de politización del procedimiento pasan por delimitar dos conceptos jurídicos indeterminados, que dan pie a una utilización espuria del mismo, como son el de “infraestructura crítica” y el de “seguridad nacional”. En ambos casos el Departamento del Tesoro está llamado a aclarar esos conceptos con el fin de disipar toda interferencia en el análisis. Por lo que se refiere al concepto de infraestructura crítica los comentarios de ROSE abogan por vincularlo al concepto de seguridad nacional¹²⁶⁸. En cuanto a este último, ROSE

¹²⁶⁵ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 135.

¹²⁶⁶ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 135.

¹²⁶⁷ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 135.

¹²⁶⁸ *El CFIUS podría ser menos susceptible a la politización a través de orientaciones del Tesoro que exigieran que las "infraestructuras críticas" sean interpretadas en sentido restrictivo de manera que no se abuse de preocupaciones válidas por la seguridad nacional. El Congreso demostró tener conciencia de la posibilidad de un abuso político del CFIUS cuando optó por un ámbito más limitado de revisión del CFIUS. El proyecto final de FINSA define la “la infraestructura crítica”, como “los sistemas o*

advierte que la seguridad nacional debe predicarse del conjunto de la nación, y no de los intereses de un distrito o empresa determinados. De la misma manera, los intereses divergentes de las diferentes agencias que se integran en el Comité pueden dar lugar a distorsiones¹²⁶⁹. En este contexto, los reglamentos del Tesoro están llamados a desempeñar un papel crucial.

4.5.2.- La regulación del mercado de valores.

El segundo bloque de normativa federal viene constituido por la Securities Exchange Act de 1934 y la Securities Act de 1933. En este ámbito podemos distinguir

activos tan vitales para los Estados Unidos que la incapacidad o la destrucción de dichos sistemas o activos tendría un impacto debilitante en la seguridad nacional". Las primeras versiones incluían un lenguaje mucho más amplio que habría permitido que la infraestructura crítica incluyera "la seguridad económica nacional y la salud pública o la seguridad nacional", términos que podrían ser utilizados para cubrir una muy amplia gama de inversiones benignas. Sin embargo, incluso la limitación a la "seguridad nacional" es todavía lo suficientemente amplia como para invitar al error. Como ha señalado el abogado David Marchick, "existen ciertas áreas de "infraestructura crítica", definida en términos generales, que en una situación ordinaria simplemente no deberían plantear problemas de seguridad nacional. Por ejemplo, ha habido una gran controversia en algunos estados con respecto a la privatización de las autopistas de peaje. Aunque el debate es comprensible, sería muy difícil ver cómo la propiedad extranjera de una carretera de peaje plantea cuestiones de seguridad nacional. La misma lógica se aplica a la mayoría de las inversiones en agricultura y alimentación. Ben and Jerry's es propiedad de empresa holandesa, y Häagen Dazs es propiedad de Diageo, una compañía británica. Puedo pensar en muchas maneras grandiosas para describir a Cherry Garcia, pero importante para la seguridad nacional no es una de ellas". ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Págs. 136-137.

¹²⁶⁹ *Para asegurarse de que el proteccionismo no desplaza la verdadera preocupación por la seguridad nacional, el Departamento del Tesoro tendrá que aclarar que el término "seguridad nacional" se interpreta para cubrir las preocupaciones que son realmente nacionales, en lugar de las preocupaciones en relación con un distrito en particular del Congreso o de una empresa en particular, y que la preocupación, de hecho, está relacionada con la seguridad. El CFIUS tenderá a estar en conflicto internamente en su análisis debido a su estructura de comisiones y a los diferentes objetivos de los distintos departamentos con un representante en el CFIUS. Las agencias de inteligencia, por ejemplo, pueden estar menos preocupadas por el efecto económico de las barreras a la entrada que el Departamento del Tesoro. Ninguna agencia, sin embargo, quiere ser responsable de que los secretos militares se deslicen a través de nuestras fronteras debido a una inversión de un fondo soberano. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 137.*

tres medidas de protección frente a la entrada de inversores soberanos. En primer lugar, haremos referencia a las obligaciones de comunicación en caso de superar determinados umbrales de participación. A continuación, hay que citar el régimen de responsabilidad social para las denominadas personas de control. Por último, en tercer término, debemos aludir a las normas que evitan el *insider trading*, es decir, la información privilegiada, en caso de accionistas relevantes.

Tal y como advierte ROSE¹²⁷⁰, la Regla 13(d) de la Exchange Act establece un sistema tripartito de comunicación para los accionistas. En primer lugar, en caso de un accionista que posea menos del cinco por ciento del capital, no es necesaria una comunicación. En segundo lugar, para los inversores pasivos, que según la norma son los adquirentes que no buscan el control de la sociedad emisora o influir en ella y posean menos del veinte por ciento de los valores en circulación, la norma obliga a una comunicación abreviada de la información identificativa prevista en el apartado 13G y se exige certificación de que los valores no fueron adquiridos con el propósito ni con el efecto de cambiar o influir en el control del emisor, ni en relación con o como participación en cualquier transacción que tenga tal fin o efecto¹²⁷¹. En tercer lugar, para los inversores que posean más del cinco por ciento de la compañía y no sean subsumibles en el apartado 13G, el apartado 13D exige informaciones más detalladas por parte del inversor, incluyendo, entre otras cosas, una exposición del fin o los fines de la adquisición de valores.

El resultado de esta normativa es, en palabras de ROSE, que *las exigencias de la SEC fomentan la inversión por debajo de los niveles que activan las exigencias de comunicación. Una lectura razonable de la ley precisaría alguno de los requisitos de transparencia que se han pedido a los fondos soberanos. Señaladamente, a los fondos soberanos con importantes inversiones que tienen diseños de control se les exigiría revelar cualquier propósito de la inversión, en particular con fines políticos, que [...]*

¹²⁷⁰ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 123-125.

¹²⁷¹ ROSE advierte que *para evitar incluso esta carga mínima de comunicación, la mayoría de las inversiones de los fondos soberanos han sido en cantidades por debajo del cinco por ciento*. ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 123.

debe dar lugar a la revisión por CFIUS. Es posible, por supuesto, que un fondo soberano no quisiera revelar las intenciones políticas, pero después utilizara su inversión con fines políticos. Esta actividad podría conllevar una reacción de la SEC, pero lo que es más importante implicaría un mayor escrutinio político y regulatorio de todas las inversiones del fondo soberano en los Estados Unidos y probablemente en todas las demás jurisdicciones en las que el fondo soberano ha invertido. De nuevo, para los fondos soberanos diversificados, los costes de la actividad política parecen sobrepasar cualquiera de los beneficios potenciales¹²⁷².

El segundo nivel viene determinado por el régimen de responsabilidad de la persona de control que, según ROSE, también desalienta las inversiones de control. De acuerdo con el *artículo 15 de la Securities Act* y el *artículo 20 de la Exchange Act*, las personas de control pueden ser consideradas responsables de los errores u omisiones de las declaraciones de registro, folletos y documentos periódicos presentados por un emisor bajo su control. *Aunque las normas no definen el “control”, la SEC ha proporcionado algo de orientación en sus reglas, que indican que el control es la “posesión, directa o indirecta, de la facultad de dirigir o controlar la dirección de la gestión y políticas de una entidad, ya sea a través de la propiedad de los títulos con derecho de voto, por contrato, o de otra manera”.* De este modo, *al vincular una responsabilidad potencial a la capacidad de gestión, las leyes del mercado de valores crean incentivos para la inversión minoritaria y pasiva¹²⁷³.*

El tercer nivel versa sobre los requisitos de información y las restricciones de negociación que exige el artículo 16 de la Securities Exchange Act. Estas restricciones conocidas como “short-swing profits”, por referirse a compras y ventas en un corto período, se imponen a los titulares de más del diez por ciento de las acciones de una empresa que presente información pública con objeto de evitar el abuso de información privilegiada. Como advierte ROSE, *un fondo soberano que sea propietario de más del diez por ciento del capital de una compañía va a sufrir una disminución de la liquidez debido a las limitaciones que las reglas “short-swing profits” imponen a las*

¹²⁷² ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 124.

¹²⁷³ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Págs. 124-125.

*operaciones del fondo soberano con los títulos de la empresa, con el consiguiente incremento en el riesgo del fondo soberano en la inversión. Por lo tanto, las normas de información privilegiada en virtud del artículo 16 de la Exchange Act también sirven para limitar la inversión de los fondos soberanos en las empresas de Estados Unidos*¹²⁷⁴.

4.5.3.- Normas sectoriales.

Finalmente, con referencia a la normativa federal, debe aludirse a la existencia de normas sectoriales que obstaculizan o bloquean la adquisición de una participación de control en las empresas de Estados Unidos. Siguiendo a GILSON Y MILHAUPT, podemos distinguir, por un lado, entre las normas que prohíben la titularidad extranjera de participaciones de control en determinadas industrias y, por otro, aquellas industrias en las que la toma de una participación de control sujeta al adquirente a un régimen regulatorio comprehensivo que incluye obligaciones de información, restricción de actividades y supervisión que sólo pueden cumplir firmas altamente especializadas¹²⁷⁵.

Como recuerda SLAWOTSKY¹²⁷⁶, entre las normas sectoriales que prohíben específicamente la propiedad extranjera de participaciones de control podemos destacar las restricciones existentes en la industria aeronáutica o en materia de energía nuclear¹²⁷⁷. Entre las segundas, por su importancia en el contexto de la crisis de 2007-2008¹²⁷⁸, debe aludirse a la regulación de la banca y los servicios financieros. En particular, ROSE destaca que *la regulación más significativa se ha producido en el marco del cambio en la Bank Control Act y la Bank Holding Company Act*. Recuerda

¹²⁷⁴ ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 125.

¹²⁷⁵ GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1350.

¹²⁷⁶ SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Pág. 1259.

¹²⁷⁷ Vid. 49 U.S.C. § 40102(a) (15) (C) (airline industry); 42 U.S.C. § 2133(d) (nuclear power). En cuanto a la definición de "control," vid 31 C.F.R. § 800.204(a).

¹²⁷⁸ Durante este período los fondos soberanos realizaron ingentes inversiones en las entidades de crédito norteamericanas. ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 125-126.

este autor que, *en virtud de la Bank Holding Company Act, por ejemplo, los inversores deben obtener la aprobación de la Reserva Federal si su inversión conlleva la adquisición o el control del veinticinco por ciento o más de cualquier clase de acciones con voto de un banco o de su matriz, el control en la elección de la mayoría del consejo de administración de un banco o de su matriz, o la capacidad para ejercer una influencia dominante sobre la gestión o las políticas del banco o la su matriz*¹²⁷⁹. Además, la activación de cualquiera de estas referencias conlleva la calificación del inversor como una “matriz bancaria” que, entre otras cosas, somete al inversor a supervisión por parte de la Reserva Federal e impone la supervisión, elaboración de informes y requisitos de reservas de capital¹²⁸⁰.

4.5.4.- El Derecho de sociedades.

La última referencia normativa respecto de las limitaciones a las actividades de los fondos soberanos viene determinada por el Derecho de Sociedades, que en los Estados Unidos es competencia de los diferentes estados. Como señala ROSE, *si bien las inversiones de un fondo soberano son un problema relativamente nuevo para los políticos y los reguladores, las leyes estatales desde hace mucho tiempo se han ocupado de la preocupación básica causada por los fondos soberanos: la posible divergencia de intereses entre los accionistas*¹²⁸¹. Siguiendo a este autor podemos distinguir hasta cuatro tipos de cautelas frente a una actuación abusiva de los fondos soberanos.

La primera es la regulación del derecho de voto de los accionistas. Aunque tengan derecho a elegir a los administradores y a votar en la Junta General, tienen facultades limitadas para presentar propuestas que incluir en el orden del día de la Junta. Teniendo en cuenta el nivel de capital que suelen alcanzar los fondos soberanos en las compañías objetivo, no suele haber riesgo de una utilización abusiva de sus derechos políticos¹²⁸².

¹²⁷⁹ 12 U.S.C. §§ 1841-50 (2006).

¹²⁸⁰ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 125-126.

¹²⁸¹ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 120.

¹²⁸² [...], *el Derecho de Sociedades, a pesar de algunas pequeñas variaciones de un estado a otro*,

La segunda cautela se refiere a la regulación de los deberes de lealtad de los directivos y administradores. Junto a la reglas sobre autocontratación, los contratos formalizados en perjuicio de los intereses generales de la compañía estarían sujetos a un régimen de ineficacia que les privaría de validez salvo ratificación por el resto de administradores y, en su caso, accionistas¹²⁸³.

En tercer termino, ROSE alude a los deberes fiduciarios a que estarían sujetos los administradores eventualmente nombrados por el fondo soberano. En virtud de estas disposiciones deben conducirse en su gestión de la compañía velando por el interés del conjunto de los accionistas. En caso de conflicto de intereses, éste se debe poner de manifiesto, los administradores podrían ser separados y la decisión debería adoptarse por la mayoría del resto de administradores¹²⁸⁴.

todavía proporciona un poder relativamente escaso a los accionistas. Los accionistas tienen derecho a elegir, aunque por lo general no lo ejerzan, a los candidatos al consejo de administración. Los accionistas tienen también derecho a votar sobre ciertas transacciones societarias y eventos importantes, y tienen una capacidad limitada para presentar propuestas que incluir en orden del día de la junta general de accionistas. El ejercicio de los derechos de voto por los fondos soberanos en estos casos no debe dar ningún motivo de alarma, ya que la inversión de los fondos soberanos casi siempre consiste en una propiedad minoritaria de la corporación y un poder de voto limitado y, en consecuencia, por lo general no incluye el derecho a designar administradores. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 120-121.

¹²⁸³ *En segundo lugar, el deber de lealtad debida a la empresa y a los accionistas de los directivos y administradores proporciona una cierta protección en contra del uso de los fondos soberanos como una herramienta política. En ausencia de autocontratación por parte de la administración o los directores, es difícil imaginar una compañía concluyendo una transacción que privilegie a los fondos soberanos o sus patrocinadores soberanos en detrimento de otros accionistas. Por otra parte, si el fondo soberano fuera un accionista de control, o si la dirección o los administradores estuvieran recibiendo algún beneficio de una transacción que favoreciera al fondo soberano o su patrocinador soberano a expensas de otros accionistas, la transacción sería, en general, anulable de acuerdo con el derecho estatal a no ser que se aprobase por la mayoría de los administradores sin conflicto de intereses o los accionistas sin conflicto de intereses, o se concluyera que era equitativa con la corporación y los demás accionistas. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 121.*

¹²⁸⁴ *Por último, aun en el improbable caso de que se permitiese a un fondo soberano designar miembros del consejo de administración, el Derecho de Sociedades estatal establece el deber de los*

Finalmente, ROSE alude a los problemas de abuso de información privilegiada, sea por razones comerciales o políticas. Aparte de la legislación federal, la legislación estatal y la jurisprudencia establecen límites claros al respecto. Además, la autonomía de la voluntad permitiría que en el seno de la propia compañía se adoptaran medidas y cautelas, como períodos de cuarentena o reglas de votación¹²⁸⁵.

4.5.4.- Valoración.

Por tanto, podemos concluir que el Derecho norteamericano tiene elementos

administradores de gestionar la sociedad y los intereses de los accionistas como un conjunto y no en favor de la entidad que por contrato o poder de voto lo coloca en el consejo. Los administradores tienen un deber de cuidado, que por lo general les obliga a manejar los asuntos de la empresa de acuerdo con un estándar de cuidado razonable, y un deber de lealtad, que les obliga a gestionar los intereses de la empresa de buena fe y en los mejores intereses de la corporación y sus accionistas. Estas obligaciones fiduciarias establecen una exigencia de responsabilidad sobre el administrador nombrado por el fondo soberano en la toma de decisiones. Cualquier decisión que pusiera los intereses del fondo soberano o del soberano en contradicción con el resto de los accionistas requiere la comunicación del conflicto de intereses del fondo soberano o del soberano, la recusación de la persona nombrada por el fondo soberano en la votación, y la aprobación de la decisión por mayoría de los administradores sin conflicto de intereses, todos los cuales tienen obligaciones fiduciarias con la empresa y sus accionistas. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 121-122.

¹²⁸⁵ *Un aspecto más problemático de los administradores nombrados por el fondo soberano es que esos administradores podrían filtrar información confidencial de la empresa a sus clientes, ya sea para su uso en el comercio o para fines políticos. En ambos casos, sin embargo, tanto las leyes estatales como la jurisprudencia controlan semejante conducta, y las cautelas ex ante también podrían reducir el riesgo de violación y uso indebido de la información corporativa. La información confidencial no podría ser pasada a un Estado soberano, sin violar el deber de lealtad; unos consejos de administración razonables tendrían cuidado de limitar la posibilidad de la filtración al pedir que la persona designada se inhibiera de los debates. Y, mientras que las leyes federales de información privilegiada imponen sanciones por el comercio de material o información no públicos, las empresas pueden adoptar medidas de protección. Por ejemplo, para mitigar el riesgo de abuso de información privilegiada y las posibles dificultades en proceder judicialmente contra un fondo soberano, la empresa podría adoptar una política de información privilegiada que prohíba las operaciones por la persona designada, el fondo soberano, u otra entidad de la soberana durante un período de cuarentena. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 122.*

suficientes para prevenir una participación activista de los fondos soberanos en su mercado de capitales. Sin embargo, ROSE advierte de los riesgos de que este régimen pueda ser contraproducente. A su juicio, la noción de inversor pasivo no es unívoca, ya que, por un lado, puede aludir a la definición legal en el sentido de que no tiene el control del emisor, pero por otro puede aludir a un inversor totalmente desentendido del funcionamiento de la compañía. Pretender que los fondos soberanos deben ser pasivos en este último sentido los colocaría en una posición de desventaja frente a otros inversores institucionales¹²⁸⁶.

¹²⁸⁶ Según ROSE, el término "pasividad" en el contexto de comportamiento de los inversores es a menudo ambiguo. Cuando los reguladores y los políticos esperan que los fondos soberanos inviertan de forma pasiva, hay al menos dos formas en que el término puede ser utilizado. En primer lugar, pasividad puede definirse como lo lo hace la SEC. En virtud de la Exchange Act Rule regla 13d-1, los inversores pasivos son los inversores que "no han adquirido y no poseen los valores con el propósito de o con el efecto de cambiar o influir en el control de los emisores de los valores".

La segunda definición no se limita sólo a aquellos inversores que no tienen la intención de ejercer el control, sino también aquellos que son "accionistas pasivos", con el término "pasivo" empleado como antónimo de "activista". Así, en contraste con esta definición de activismo, un accionista con actitud pasiva puede ser definido como un accionista que no sólo está desinteresado en el control, sino que tampoco está involucrado en ninguna actividad que pueda afectar la conducta de la empresa o la toma de decisiones. Mientras que prácticamente todos inversores caen dentro de esta definición, hay una serie de razones por las que no se puede esperar que los fondos soberanos asuman o tenga la obligación de asumir ese papel. Una desventaja de la inversión pasiva es que el fondo puede no estar dispuesto a comprometerse con la gestión, como señaló el Financial Times, "la razón por la que se ha dado la oportunidad a los fondos soberanos de invertir en los grupos financieros de Wall Street es, precisamente, debido a errores de apreciación por parte de gestores que eran ignorantes de los riesgos y responsabilidades contingentes o tolerantes con ellos". Sin embargo, debido al riesgo de una reacción política, los fondos soberanos no pueden alentar las reformas necesarias, como lo harían otros inversores como fondos de pensiones, hedge funds o firmas de private equity. Para las empresas de cartera de gran tamaño como muchas de las grandes instituciones financieras, el tipo de activismo del inversor perseguido por las firmas de private equity y los hedge funds no es posible. Según explicó el director ejecutivo de Blackstone, Stephen Schwarzman, "la escala de estas empresas empequeñece nuestra capacidad de hacer una contribución significativa. No podemos financiarlas con nuestros limitados recursos". Como se mencionó anteriormente, los hedge funds y firmas de capital riesgo controlan sólo una fracción de la riqueza de los fondos soberanos. El Financial Times también señala otra ventaja de los fondos soberanos: "Debido a que no dependen del dinero prestado tanto como las firmas de capital privado para hacer sus apuestas, las empresas en las que invierten no cargan con de la

Las últimas décadas se han traducido en una era de mayor activismo de los inversores institucionales que ha transformado el mercado de gobierno corporativo en los Estados Unidos¹²⁸⁷. En este contexto, resulta cuestionable pretender que de manera incondicional a medida que aumente su cartera de inversiones en una compañía se mantenga pasivo¹²⁸⁸. En estas condiciones un inversor absolutamente pasivo es igualmente peligroso para el mercado y su propia lógica de funcionamiento. Es decir,

deuda. Los fondos soberanos son propietarios más seguros y menos arriesgados que el private equity, ya que se puede vivir con un menor apalancamiento y rendimientos más bajos", dice un banquero de Nueva York" ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 137-139.

¹²⁸⁷ *El aumento de los fondos soberanos se produce en una era de mayor activismo de los inversores institucionales. Los inversores institucionales en general han crecido en importancia, tanto en función de su tamaño relativo en el mercado, como porque los proxy advisors y las demás empresas de la industria de gobierno corporativo permiten a los inversores institucionales superar muchos de los problemas de acción colectiva, que en el pasado hacían inviable un mayor activismo del inversor. El activismo de los inversores institucionales ha afectado mucho a la gobernabilidad corporativa en los Estados Unidos en los últimos años, sobre todo en la eliminación de las protecciones anti-OPA y exigiendo la mayoría de los votos para la elección de directores.* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 139.

¹²⁸⁸ *Al igual que los inversores institucionales, es de esperar que muchos, si no la mayoría de los fondos desearán utilizar este entorno en su beneficio y tomar un papel activo de gobierno, al menos en el sentido de la participación en la el consejo de administración y la junta general y el ejercicio de los derechos de voto del accionista. Los fondos soberanos no tienen y no es probable que se comporten de acuerdo a un único paradigma. Por el contrario, algunos fondos soberanos pueden invertir como los fondos de pensiones o mutualidades de previsión social, algunos pueden invertir de manera agresiva al igual que algunos hedge funds, y algunos pueden invertir pasiva al igual que muchos fondos mutuos. Los fondos soberanos pueden ser voluntariamente pasivos por varias razones. Un fondo soberano puede determinar seguir siendo un inversor pasivo por el mismo motivo que muchos inversores siguen siendo pasivos: es económicamente racional permanecer pasivos cuando el activismo es poco probable que resulte en un beneficio económico apreciable para el fondo soberano, tal vez porque la inversión es relativamente pequeña y un gasto significativo de recursos se traduciría en ganancias insignificantes. Al igual que otros inversores, los fondos soberanos van a votar en asuntos corporativos. Los fondos soberanos también pueden tratar de incluir propuestas en el orden del día de la junta de una compañía en su cartera (aunque al parecer esto aún no se produzca).* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 139.

en determinadas condiciones un comportamiento activo y responsable del inversor puede ser necesario y deseable¹²⁸⁹.

Por ello, ROSE realiza un valoración positiva del régimen norteamericano. A su modo de ver, *la regulación de Estados Unidos ya promueve el tipo adecuado de pasividad –una participación minoritaria no de control, con la capacidad del CFIUS para contrarrestar la actividad política. La pasividad completa, sin embargo, no es necesaria para la protección de los intereses de Estados Unidos. Además, si se impusiera la pasividad de los fondos soberanos, podría simplemente empujar a los fondos soberanos a invertir en otras jurisdicciones con normas reglamentarias más laxas o con impotencia política para protegerse contra actividades oportunistas de estos fondos. En tales jurisdicciones, los fondos soberanos podrían funcionar sin la presentación de informes y sin las restricciones de gobierno corporativo impuestas por el Derecho de los de Estados Unidos. Ciertamente, incluso los fondos soberanos en busca de oportunidades de inversión diversificadas y benignas, invertirán en jurisdicciones fuera de los Estados Unidos. Sin embargo, los legisladores y los reguladores deben tener cuidado con los cambios que alienten o aceleren un cambio de la inversión los fondos soberanos hacia fuera de los Estados Unidos*¹²⁹⁰.

¹²⁸⁹ *Mientras que los fondos soberanos pueden plantear problemas sobre la intención de los inversores, los fondos soberanos comprometidos serían probablemente unos mejores co-accionistas -desde la perspectiva de otros inversores a largo plazo- que inversores con un alto grado de apalancamiento, hedge funds activistas y empresas de private equity, ya que los fondos soberanos participativos pueden ser capaces de hacer inversiones que estas empresas no pueden. Los mercados han tendido a reaccionar positivamente a los fondos soberanos de inversión, lo que sugiere que los accionistas no están demasiado preocupados con una posible actividad política de los fondos soberanos. Además, los accionistas podrán reconocer que dando la bienvenida a las inversiones de los fondos soberanos, las empresas tienen más probabilidades de ser bienvenidas en el país patrocinador del fondo soberano.* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 141.

¹²⁹⁰ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 144.

4.6.- La situación de los fondos soberanos en la Unión Europea.

4.6.1.- Los fondos soberanos ante el Derecho de la Unión.

La Unión Europea no ha permanecido ajena al fenómeno de los fondos soberanos de inversión. Por un lado, los desafíos que plantean los fondos soberanos de inversión han motivado reacciones de los Estados miembros que, siguiendo a MEZZACAPO, podríamos calificar de proteccionistas¹²⁹¹. En efecto, como hemos indicado anteriormente, en las Sentencias más recientes de la acción de oro los Estados miembros demandados invocaron de manera expresa los riesgos inherentes a los fondos soberanos de inversión.

Así, en el asunto Comisión/Portugal relativo a las acciones especiales sobre EDP, el gobierno portugués alegó las preocupaciones relativas a determinadas inversiones realizadas especialmente por los fondos soberanos o aquellos eventualmente vinculados a organizaciones terroristas en empresas de sectores estratégicos, que constituyen una amenaza para el abastecimiento energético¹²⁹². Por su parte, en el asunto Comisión/Grecia que versaba sobre la autorización previa a la adquisición de derechos de voto que representan más del 20% del capital social de determinadas "sociedades anónimas estratégicas", advirtió que el objetivo de ese régimen es principalmente controlar las adquisiciones hostiles de carácter especulativo por fondos soberanos establecidos en países terceros¹²⁹³.

¹²⁹¹ *De hecho, las preocupaciones sobre los objetivos políticos de los fondos soberanos han inducido a los Estados Unidos y algunos Estados miembros de la Unión Europea (Grecia, Alemania, Francia) a adoptar medidas proteccionistas contra las inversiones de los fondos soberanos, que muestran que, al final, "los flujos de efectivo internacionales siempre son políticos" y en cierta medida confirman la opinión que Keynes expresa en un famoso artículo destacando los beneficios de la autosuficiencia nacional y la autarquía económica.* MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision.* European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 42.

¹²⁹² Sentencia Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717, apartado 84.

¹²⁹³ Sentencia Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694, apartado 26.

Por otro lado, la irrupción de los fondos soberanos no sólo afecta a los Estados miembros, sino que tiene una indudable incidencia en el conjunto de la Unión Europea. Como han apreciado PADRÓS y COCCILO, la intervención de inversores públicos procedentes de terceros Estados en el Mercado Interior puede introducir perturbaciones en este mecanismo de integración¹²⁹⁴.

En cuanto a la actuación de los Estados miembros, corroborando nuestro análisis en el capítulo anterior, MEZZACAPO señala las limitaciones que para los Estados miembros impone el Derecho de la Unión, tanto en el marco de la política de competencia como de la libre circulación de capitales, tal y como resulta de la jurisprudencia de la acción de oro¹²⁹⁵. En efecto, para el Tribunal de Justicia, el hecho de que intervenga un sujeto de naturaleza pública, incluso un Estado, no excluye la aplicación de esta libertad fundamental. De manera expresa, el Tribunal ha dicho que las medidas que puedan disuadir a las entidades públicas establecidas en otros Estados miembros de adquirir participaciones en las empresas de un Estado miembro constituyen una restricción a la libre circulación de capitales en el sentido del artículo 63 TFUE, apartado 1¹²⁹⁶. En efecto, las disposiciones del Tratado relativas a la libre circulación de capitales no hacen ninguna distinción entre empresas privadas y públicas

¹²⁹⁴ PADRÓS, Carlos y COCCILO, Endrius. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07*. Revista Española de Derecho Europeo. Nº. 33, 2010, pág. 142.

¹²⁹⁵ [...] aparte de los posibles efectos negativos en los mercados financieros de la UE y en la eficiencia de la gestión empresarial, desde un punto de vista jurídico en el marco del acervo comunitario cualquier medida proteccionista contra las inversiones de capital de fondos soberanos puede suponer una violación de las disposiciones del Tratado relativas a la libre competencia y, en particular, la prohibición general de "todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros de la Unión y entre los Estados miembros y terceros países" prevista por el art. 56 Tratado CE - como se desprende con referencia a las disposiciones de "acción de oro" adoptadas por algunos Estados miembros de la UE (Italia, Francia, España, Reino Unido, Países Bajos, Bélgica y Alemania) para proteger (es decir, mantener bajo influencia o control político) sus "campeones nacionales" y las empresas privatizadas. MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) Nº 378. Comisión Europea. Pág. 42.

¹²⁹⁶ Sentencia Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86, apartado 27.

ni entre las empresas que ocupan una posición dominante y las que no la tienen¹²⁹⁷.

Por ello, desde los Estados Unidos, Larry BACKER ha subrayado la importancia que, como referencia conceptual, tiene la jurisprudencia de la acción de oro para la regulación de los fondos soberanos. Para este autor las sentencias de la acción de oro revelan una nueva faceta de la elección de la ley aplicable desde la óptica del derecho privado cuando está presente un elemento soberano en las que, a su juicio, el Tribunal de Justicia habría seguido un enfoque demasiado formalista¹²⁹⁸. Las consecuencias de este enfoque trascienden el ámbito de las privatizaciones de los años 90, especialmente en un contexto en el que los Estados tratan de participar en los mercados como inversores privados, lo que revela una convergencia con la regulación sobre ayudas de

¹²⁹⁷ Sentencia Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350, apartado 35.

¹²⁹⁸ *Sugiero que, en este sentido al menos, la revolución en la elección privada del derecho se ha vuelto complicada. En un mundo en el que las empresas pueden asumir un poder tradicionalmente ejercido por los Estados, en un mundo en el que los Estados tratan de actuar, al igual que las empresas, dentro de los mercados en vez de sobre los mercados, la elección privada del derecho ya no puede ser considerada más como exclusivamente privada. El objetivo, entonces, está en el factor de complicación que son las autoridades públicas que buscan la protección y ventajas del derecho privado en sus actividades no soberanas. En este sentido se ha producido una revolución europea, sin duda, sobre todo en el ámbito de la regulación societaria. Bajo la forma de los casos sobre acciones de oro del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, sin embargo, esta revolución tiene considerables tendencias conservadoras. Esas tendencias pueden tratar de mantener rígidamente las saludables y seguras barreras tradicionales entre el derecho público y privado, pero ignoran los cambios en las realidades de la naturaleza de las instituciones públicas y privadas. Aún así, esta revolución tiene importantes ramificaciones mucho más allá de las cuestiones de la privatización postsocialista en la esencia de esos casos. La nueva revolución de elección de la ley requiere la constitución de las autoridades públicas como actores privados en el derecho privado con efectos públicos través de las fronteras. Esta es la elección de la ley como un instrumento de regulación corporativa. De esta postura reguladora se siguen complicaciones y consecuencias sustantivas. La función reguladora consiste en el uso de los poderes públicos de derecho privado con fines públicos. ¿Se debería aplicar el Derecho público? ¿Se debería aplicar el derecho privado? Debería la forma de la acción gubernamental implicar una diferencia o el mero efecto de la acción determina la disponibilidad del derecho privado o público como el estándar para el gobierno de las acciones contempladas por el estado?* BACKER, Larry Catá. *The Private Law of Public Law: Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds, and the Public Law Element in Private Choice of Law*. Tulane Law Review, Vol. 82, No. 1, 2008. Págs. 1804-1805.

Estado y el criterio del operador privado en una economía de mercado¹²⁹⁹. En definitiva, los casos de la acción de oro han sentado los cimientos no sólo de los límites que puede imponer el Estado de acogida al inversor soberano, sino del alcance que la actuación del inversor soberano podría tener¹³⁰⁰.

En línea con los principios que informan la liberalización de capitales y la forma en que la ha interpretado el Tribunal de Justicia, la Comisión elaboró en 2008 una Comunicación titulada “*Un enfoque común en materia de fondos soberanos*”¹³⁰¹. En la introducción la Comisión Europea apela al compromiso de la Unión con la apertura a las inversiones y la necesidad de adoptar un enfoque común para conseguir una solución

¹²⁹⁹ *Se examina esta jurisprudencia en sus dimensiones sustantivas y de elección de la ley. Pero las dimensiones sustantivas y de elección de la ley de estos casos tienen importantes consecuencias mucho más allá del concreto problema de la privatización post-socialista que sirve de contexto para los casos. Los casos implican más, sobre todo en su aplicación en un contexto donde el nuevo actor estatal busca entrar en el mercado como una persona privada, es decir, donde los Estados tratan de participar en la actividad económica en las mismas condiciones que los particulares. Esta implicación también sugiere un punto de convergencia con la aplicación que hace el Tribunal de las disposiciones sobre ayudas Estado del Derecho de la Competencia Europeo.* BACKER, Larry Catá. *The Private Law of Public Law: Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds, and the Public Law Element in Private Choice of Law.* Tulane Law Review, Vol. 82, No. 1, 2008. Pág. 1809.

¹³⁰⁰ *Los casos de la acción de oro se puede decir que han determinado el grado en que un Estado miembro, de conformidad con sus obligaciones en virtud del Tratado de la Comunidad Europea podría continuar, bien manteniendo un interés superior en una empresa privatizada, bien limitando la discrecionalidad de los propietarios de esa empresa a través de la regulación. Sin embargo, los casos podrían representar mucho más. En concreto, podrían ayudar a definir el alcance del poder de un Estado miembro a actuar a título personal, el grado en que el Tratado CE se aplica a los estados miembros que actúan como personas privadas, el grado en que los Estados miembros pueden establecer relaciones con empresas que no son de carácter normativo, y las consecuencias para el Estado en términos de su responsabilidad frente a terceros. En el largo plazo, entonces, una elaboración de la jurisprudencia emergente, los principios generales del Derecho de la Unión Europea, y las políticas de gobierno corporativo subyacentes pueden ser sustancialmente más importantes que el estrecho contexto en el que estos casos se presentaron.* BACKER, Larry Catá. *The Private Law of Public Law: Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds, and the Public Law Element in Private Choice of Law.* Tulane Law Review, Vol. 82, No. 1, 2008. Pág. 1811.

¹³⁰¹ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones de 27 de febrero de 2008 - Un enfoque común en materia de fondos soberanos [COM(2008) 115 final – no publicada en el Diario Oficial].

equilibrada¹³⁰².

Al describir el marco de la inversión de los fondos soberanos, la Comisión recuerda que la atención generada no significa que operen en un vacío legal. La Unión Europea y los Estados miembros tienen un régimen exhaustivo de regulación del establecimiento y operaciones de los inversores extranjeros que afecta a los fondos soberanos de la misma forma que a otros inversores extranjeros. *Tan pronto como invierten en activos europeos, los fondos soberanos se someten de igual forma que cualquier otro inversor al cumplimiento de la legislación económica y social nacional y de la UE.* Recuerda la Comisión que el marco jurídico se estructura en tres niveles: el marco jurídico internacional (fundamentalmente la OMC y la OCDE), el de la Unión Europea (a través de la libre circulación de capitales, con las limitaciones que prevé el Tratado, y el Reglamento Comunitario de Concentraciones) y la legislación nacional con las limitaciones que ha ido estableciendo el Tribunal de Justicia.

Pese a ello, la Comisión aboga por un enfoque común de la Unión Europea en

¹³⁰² *El compromiso con la apertura a las inversiones y con la libre circulación de capitales es uno de los principios tradicionales de la UE y es clave para lograr el éxito en un sistema internacional cada vez más globalizado. En tanto que primer socio comercial mundial, y principal fuente y destino mundial de inversión extranjera directa, la UE es uno de los mayores beneficiarios de la apertura del sistema económico mundial. La UE tiene el firme propósito de garantizar que sus mercados permanecen abiertos a la inversión.*

Los intereses legítimos de los ciudadanos y de los operadores del mercado europeos y la necesidad de seguridad de los propios fondos soberanos, requieren una mayor transparencia, previsibilidad y coherencia en este área. En tanto que socio global de primer orden, la UE tiene la capacidad y el interés de fomentar un debate en los foros económicos internacionales. Este enfoque común debe considerarse como complemento de las prerrogativas de los Estados miembros por lo que se refiere al uso de la legislación nacional de conformidad con el Tratado.

La presente Comunicación aborda la cuestión de los fondos soberanos en tanto que categoría específica de inversión transfronteriza. En ella se demuestra cómo un enfoque común puede conseguir un equilibrio entre la respuesta a las inquietudes que suscitan los fondos soberanos y los beneficios mutuos que reporta un entorno financiero abierto. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones de 27 de febrero de 2008 - Un enfoque común en materia de fondos soberanos [COM(2008) 115 final – no publicada en el Diario Oficial]. Pág 3.

materia de fondos soberanos de inversión y lo justifica en tres razones:

“- En primer lugar, dado que los fondos soberanos operan a nivel mundial, las soluciones multilaterales ofrecen más ventajas que las respuestas nacionales individuales. Un enfoque internacional puede aportar un mayor grado de certidumbre y permitir que los fondos soberanos adopten sus decisiones de inversión en el contexto homogéneo de un enfoque común. Las iniciativas en curso a nivel multilateral fomentarán una comprensión común de los problemas que plantean los fondos soberanos y de los posibles mecanismos que pueden servir para abordar este tema. Un enfoque común de la UE podría reforzar la influencia de Europa en el debate internacional. Lo mismo se aplica al diálogo con terceros países, incluidos aquéllos que son propietarios o explotan fondos soberanos.

- En segundo lugar, el imperativo del mantenimiento y buen funcionamiento del Mercado Interior en base a normas abiertas y no discriminatorias exige la adopción de un enfoque común. Una serie de respuestas descoordinadas fragmentaría el Mercado Interior y dañaría la economía europea en su conjunto. En un mercado único integrado, las ventajas de las soluciones individuales pueden ser ilusorias. La disparidad de enfoques y de interpretaciones podría fomentar la búsqueda de alternativas para sortear la ley y alejar las inversiones de Europa, un efecto negativo que los fondos soberanos podrían contagiar a otros inversores potenciales. Tales riesgos serían reales si los Estados miembros se vieran obligados a actuar por separado, sin coordinación, y a desarrollar mecanismos rígidos y obligatorios para controlar o condicionar la inversión. La aplicación de las disposiciones del Tratado evita tales riesgos.

- Por último, uno de los principales objetivos de la política comercial de la UE es abrir los mercados de terceros países a los inversores de la UE con arreglo a los mismos principios que rigen el Mercado Interior. Esta pretensión sería más difícil de justificar en caso de que la propia UE estableciera barreras internas”¹³⁰³.

El enfoque común de la Unión Europea para el tratamiento de los fondos

¹³⁰³ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones de 27 de febrero de 2008 - Un enfoque común en materia de fondos soberanos [COM(2008) 115 final – no publicada en el Diario Oficial]. Págs 8-9.

soberanos se basa en cinco principios: 1) El compromiso con un entorno abierto a la inversión tanto en la UE como en otros lugares, incluso en los países del tercer mundo que operan con fondos soberanos; 2) apoyo a la labor multilateral, en organizaciones internacionales como el FMI y la OCDE; 3) el uso de los instrumentos existentes, tanto en la UE como los Estados miembros; 4) el respeto de las obligaciones del Tratado y de los compromisos internacionales; y 5) la proporcionalidad y transparencia¹³⁰⁴.

¹³⁰⁴ En palabras de la propia Comisión: *El enfoque común de la UE para el tratamiento de los fondos soberanos como inversores debería basarse en los principios siguientes:*

- *Compromiso con un entorno abierto a la inversión: de acuerdo con la Estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo, la UE debería reafirmar su compromiso con la apertura de los mercados al capital extranjero y con un entorno económico de fácil acceso para los inversores. Cualquier medida proteccionista o percibida como tal podría inspirar la misma tendencia en terceros países y generar una espiral negativa de proteccionismo. La prosperidad de la UE es deudora de su apertura al resto del mundo y de sus inversiones en el extranjero, lo que la convertiría en la principal víctima de una tendencia hacia el proteccionismo. Al mismo tiempo, la UE debería tratar de abrir los mercados de los países dueños de fondos soberanos a los inversores de la UE y garantizar que reciben un trato justo y equitativo, principalmente a través de las negociaciones de la ALC.*

- *Apoyo al trabajo multilateral: la UE debería hacer avanzar de forma activa el trabajo de organizaciones internacionales, en particular el FMI y la OCDE. La UE estima que el diálogo con los propietarios de fondos soberanos es muy positivo y es consciente de las ventajas de un planteamiento a nivel mundial del marco para las inversiones de los fondos soberanos.*

- *Utilización de instrumentos existentes: la UE y los Estados miembros ya cuentan con instrumentos específicos que les permiten formular respuestas adecuadas a los riesgos y desafíos planteados por las inversiones transfronterizas, incluidas las inversiones de los fondos soberanos por razones de políticas públicas y de seguridad pública.*

- *Respeto de las obligaciones del Tratado CE y de los compromisos internacionales: la actuación de los Estados miembros y de la UE en este ámbito seguirá siendo perfectamente compatible con los principios establecidos en el Tratado por el que se establece la CE y con las obligaciones internacionales de la UE.*

- *Proporcionalidad y transparencia : las medidas adoptadas por razones de interés público en relación con las inversiones no deberán ir más allá de lo necesario para conseguir el objetivo justificado, de acuerdo con el principio de proporcionalidad, y el marco legal debería ser previsible y transparente.*

Estos principios básicos deberían definir el enfoque común de la UE que sirva de base para un acuerdo entre los países receptores en relación con el tratamiento de las inversiones procedentes de fondos soberanos. Trasladado a escala internacional, este enfoque común debería inspirarse en los principios de la apertura a las inversiones transfronterizas, la preferencia por las soluciones multilaterales, el respeto de las obligaciones internacionales existentes, la proporcionalidad y la previsibilidad de las normas. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y

Para atajar los problemas de falta de transparencia y de un posible sesgo estratégico y/o político en sus actividades la Comisión entiende que son dos los aspectos clave que deben formar el núcleo de un marco común para las inversiones de los fondos soberanos a nivel mundial¹³⁰⁵. Por un lado, debe lograrse una mayor claridad y una mejor percepción de la gobernanza de los fondos soberanos. Por otro, debe aumentarse la transparencia de las actividades de los fondos soberanos.

En lo que se refiere a la gobernanza de los fondos soberanos, la Comisión propone seis principios con el fin de disipar cualquier preocupación en torno a la existencia de consideraciones no económicas. En primer lugar, una clara separación y asignación de responsabilidades en la estructura de gobernanza interna de los fondos soberanos; a continuación, el desarrollo y publicación de una política de inversión que defina los objetivos generales de inversión de los fondos soberanos; en tercer término, la existencia de una autonomía operativa para que la entidad pueda alcanzar los objetivos definidos; el cuarto principio es la divulgación pública de los principios generales que rigen la relación de los fondos soberanos con la autoridad gubernamental; en quinto lugar, la divulgación de los principios generales de gobernanza interna que ofrecen las garantías de integridad; y, por último, el desarrollo y publicación de políticas de gestión del riesgo.

Por lo que concierne a la transparencia, la Comisión considera que tiene un efecto disciplinario sobre la gestión de activos soberanos, al permitir a las partes interesadas ejercer cierto seguimiento de las actividades de los inversores y controlar si los fondos se desvían de los objetivos declarados. Para garantizar la transparencia la Comisión propone un conjunto de seis prácticas. Se trata de la publicación anual de las posiciones de inversión y de la asignación de activos, en particular para las inversiones con participaciones mayoritarias; el ejercicio de los derechos de propiedad; la publicación de la utilización de apalancamiento y de la composición por divisa; la talla

Social Europeo y al Comité de las Regiones de 27 de febrero de 2008 - Un enfoque común en materia de fondos soberanos [COM(2008) 115 final – no publicada en el Diario Oficial]. Págs. 10-11.

¹³⁰⁵ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones de 27 de febrero de 2008 - Un enfoque común en materia de fondos soberanos [COM(2008) 115 final – no publicada en el Diario Oficial]. Págs 11-12.

y fuente de los recursos de la entidad; y la publicación de la normativa del país de origen y de las reglas de control aplicables a los fondos soberanos.

Con este panorama, de acuerdo con MEZZACAPPO, podemos señalar que el enfoque de la Unión Europea en materia de fondos soberanos se articula en torno a tres pilares¹³⁰⁶. El primer pilar viene definido por los instrumentos de Derecho de la Unión existentes; el segundo por los instrumentos y las directrices de “soft law” creadas específicamente para los fondos soberanos y, finalmente, el tercero por un marco de control y supervisión indirecta.

En cuanto a los instrumentos legales existentes, como hemos visto, en su Comunicación de 2008 la propia Comisión señala que *la nueva atención recientemente prestada a la gobernanza de los fondos soberanos no significa que en la actualidad operen en un vacío legal. [...] Tan pronto como invierten en activos europeos, los fondos soberanos se someten de igual forma que cualquier otro inversor al cumplimiento de la legislación económica y social nacional y de la UE*¹³⁰⁷.

Como advierte MEZZACAPPO, las normas del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea prevén un amplio catálogo de limitaciones y excepciones a la libre circulación de capitales, que deben completarse con las normas de Derecho de la Competencia¹³⁰⁸. Se trata por tanto de la problemática que hemos estudiado extensamente en el capítulo anterior de este trabajo. Por un lado, tenemos las excepciones generales relativas al régimen de propiedad (artículo 345 TFUE), seguridad nacional (artículo 346 TFUE), las razones imperiosas de interés general reconocidas por el Tribunal de Justicia y las previsiones del Reglamento Comunitario de

¹³⁰⁶. MEZZACAPPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Pág. 44.

¹³⁰⁷ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones de 27 de febrero de 2008 - Un enfoque común en materia de fondos soberanos [COM(2008) 115 final – no publicada en el Diario Oficial]. Pág. 7.

¹³⁰⁸. MEZZACAPPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) N° 378. Comisión Europea. Págs. 53 y ss.

Concentraciones. Por otro, estarían las excepciones previstas específicamente en sede de libertades fundamentales como la cláusula de consolidación del artículo 64.1 TFUE; las medidas legislativas previstas en los apartados 2 y 3 del artículo 64 TFUE; la aplicación de las disposiciones pertinentes del Derecho fiscal de los Estados miembros que distingan entre contribuyentes cuya situación difiera con respecto a su lugar de residencia o con respecto a los lugares donde esté invertido su capital a que se refiere el artículo 65, apartado 1, letra a) TFUE; la posibilidad de adoptar las medidas necesarias para impedir las infracciones a su Derecho y normativas nacionales, en particular en materia fiscal y de supervisión prudencial de entidades financieras, 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 previstas en el artículo 65, apartado 1, letra b) TFUE; y la cláusula de salvaguardia del artículo 66 TFUE.

Autores como LINDBERG destacan que este panorama implica que *la Unión Europea, con la economía más grande del mundo, no tiene un código uniforme para la inversión de los fondos soberanos. La Unión Europea sólo tiene un "código voluntario de conducta" para inversión internacional de los fondos soberanos*¹³⁰⁹. Esta situación contrasta con la situación de los Estados Unidos, donde la enmienda Exon-Florio constituye un límite federal para los fondos soberanos¹³¹⁰. Pese a ello, este autor reconoce la reacción contundente de los Estados de origen de los fondos soberanos

¹³⁰⁹ LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 103.

¹³¹⁰ Recuerda este mismo autor que *la Unión Europea ha seguido un enfoque con un notable perfil bajo para la regulación de los fondos soberanos. Mientras que los Estados Unidos han aplicado la enmienda Exon-Florio y sus reformas de 2007, la UE ha aprobado un "código voluntario de conducta" para los fondos soberanos. Debido a la naturaleza interconectada de la UE, los economistas consideran ahora que la UE es la economía más grande del mundo en términos de producto interior bruto y paridad de compra. La UE ha superado a Estados Unidos como la mayor economía. En 2008, la UE con sus veintisiete miembros tenía un PIB de 14,4 billones dólares, mientras que Estados Unidos tiene un PIB de 14.9 mil millones de dólares.* LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 107.

frente al documento de la Comisión abogando por un código voluntario de conducta¹³¹¹.

4.6.2.- El papel de los Estados miembros.

En cualquier caso, la consecuencia principal es que el marco europeo deja un margen de discreción importante para que los Estados miembros dispongan de cierto poder de reacción frente a los fondos soberanos. LINDBERG es especialmente crítico con esta circunstancia, al afirmar que *la ausencia de un esquema regulatorio legal obligatorio y uniforme con respecto a los fondos soberanos de inversión es perjudicial para la inversión internacional, fomenta el proteccionismo, y fractura de la estructura interna de la Unión Europea*¹³¹². Sin embargo, como hemos visto en el capítulo anterior, es una nota consustancial al sistema de competencias diseñado por los Tratados. De hecho, diversos Estados miembros como Alemania, Francia y el Reino Unido han adoptados medidas legislativas más o menos dirigidas a atajar los riesgos propios de los fondos soberanos.

En agosto de 2008 el Gobierno Federal alemán presentó una propuesta para

¹³¹¹ Aunque este código de conducta es sólo voluntario, se ha encontrado con una dura oposición de los administradores de fondos soberanos. Badar Al-Saad, director ejecutivo de la Autoridad de Inversiones de Kuwait, dijo que "una total transparencia plantea más preguntas que respuestas"; pronunció una conferencia de comercio en Bourglinster, Luxemburgo, advirtiendo que demasiado escrutinio en las inversiones estatales podría perjudicar a la economía global. "Las consecuencias de la imposición de regulaciones sobre los fondos soberanos derivarán en un impacto negativo en los flujos mundiales de capital", dijo. "Esta regulación no va a resolver o prevenir las crisis financieras futuras".

En una entrevista con el *Financial Times*, el jefe del poderoso conglomerado respaldado por el gobierno de Dubai dijo que "Europa estaba ahora ejerciendo más presión sobre los fondos soberanos que los Estados Unidos, que han resistido abiertamente inversiones árabes en activos considerados estratégicos". "Las personas que tienen dinero para invertir, si se enteran de que alguien les va a discriminar, no invertirían allí", señaló. LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 1107-08.

¹³¹² LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 95.

reformular su Ley de Comercio Exterior¹³¹³, claramente inspirada en la enmienda Exon-Florio¹³¹⁴. El objeto de la ley es controlar las adquisiciones de más del 25% de los derechos de voto en empresas alemanas por inversores extranjeros, entendiendo por tales los que no son ciudadanos de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo y, en el caso de personas jurídicas de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo, cuando un accionista ajeno a la Unión o el Espacio Económico Europeo detente al menos el 25% del capital. El procedimiento presenta dos características fundamentales. Por un lado, se basa en un análisis caso por caso¹³¹⁵; por otro, en consonancia con lo anterior, no aporta una lista de sectores estratégicos¹³¹⁶. El inversor puede comunicar voluntariamente la operación, pero a falta de ella el Ministerio Federal de Economía dispone de tres meses desde el anuncio de la oferta pública o del contrato de venta para examinar la operación. El Ministro, con el aval del Gobierno Federal, puede en el plazo de dos meses prohibir la operación o someterla a condiciones¹³¹⁷.

BACKER no ha dudado en calificar la regulación francesa como una de las más

¹³¹³ Auflenwirtschaftsgesetz.

¹³¹⁴ Alemania, por ejemplo, trató de seguir el ejemplo norteamericano al considerar una modalidad del marco CFIUS. La forma fue una propuesta de enmienda a la Ley de Comercio Exterior de 1961. El gobierno alemán propuso la enmienda en noviembre de 2007, con copia formal presentada en junio de 2008. Los funcionarios alemanes compararon la nueva legislación a una versión minimalista de la CFIUS, aunque no tardaron en señalar que su propuesta es menos restrictiva que otras de su tipo. BACKER, Larry Catá. Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 82-83.

¹³¹⁵ BACKER, Larry Catá. Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 83.

¹³¹⁶ Vid. BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 70.

¹³¹⁷ Vid. BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 70; BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris, 2009. Pág. 133; y LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* *Syracuse Journal of International Law & Commerce*. Vol. 37. No. 1. Pág. 108 y ss.

agresivas¹³¹⁸. El marco viene delimitado por la Ley de 9 de diciembre de 2004¹³¹⁹ y el Decreto de 30 de diciembre de 2005¹³²⁰, cuyo contenido se encuentra recogido en el *Code monétaire et financier*¹³²¹.

La regulación francesa somete a autorización las inversiones extranjeras en una actividad que, incluso a título ocasional, participe en el ejercicio de la autoridad pública; actividades de naturaleza que puedan suponer un peligro al orden público, la seguridad pública o a los intereses de la defensa nacional; actividades de investigación, producción o comercialización de armas, municiones, pólvora y sustancias explosivas¹³²². La naturaleza de esas actividades se precisa a nivel reglamentario e incluye un total de 11 categorías¹³²³. Las operaciones en concreto sometidas a autorización son la toma de control; la adquisición de una rama de actividad o del 33,33% del capital o de los derechos de voto de una sociedad domiciliada en Francia. Los sujetos sometidos a autorización son las personas físicas o las personas jurídicas que no provengan de un Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo¹³²⁴.

BERTIN DELACOUR, señala que la Comisión Europea abrió un procedimiento de infracción a Francia por esta normativa. Mediante un dictamen motivado de 12 de octubre de 2006 instó a Francia a modificarla por ser contraria a la libre circulación de capitales. El Gobierno francés habría presentado sus observaciones el 11 de diciembre de 2006 y el procedimiento se habría paralizado. Ni Francia modificó el Decreto, ni la Comisión presentó una demanda ante el Tribunal de Justicia, aunque el procedimiento

¹³¹⁸ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 83-84.

¹³¹⁹ Loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit.

¹³²⁰ Décret n°2005-1739 du 30 décembre 2005 réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'article L. 151-3 du code monétaire et financier.

¹³²¹ Las citas las hacemos por la versión consolidada disponible en:

https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=55A374393D4B4C6A94B612F47A9C7BA3.tp.dila11v_2?cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20160214.

¹³²² CMF, art. L.151-3

¹³²³ CMF, art. R.153-2

¹³²⁴ CMF, art. R.153-1

no se cerró formalmente¹³²⁵. Esta actitud de la Comisión explica que, como advierte BACKER, otros miembros de la UE hayan tendido a limitar su control de inversión soberana de entrada, y basen sus restricciones sobre las excepciones de seguridad nacional¹³²⁶.

El Reino Unido tampoco tiene una regulación específica respecto a los fondos soberanos, aplicando la legislación preexistente contenida en la Enterprise Act de 2002¹³²⁷. Como advierte LINDBERG, el Reino Unido es uno de los Estados menos restrictivos con respecto a los fondos soberanos¹³²⁸, ya que el Gobierno británico considera una prioridad mantenerse como uno de los principales centros financieros mundiales¹³²⁹. En todo caso, la Enterprise Act faculta al Secretario de Estado para la

¹³²⁵ BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris, 2009. Pág. 126.

¹³²⁶ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 84.

¹³²⁷ *El Reino Unido ha decidido no aprobar una nueva legislación con respecto a los fondos soberanos tras el reciente aumento de la inversión de los fondos soberanos. El Ministro de Hacienda expresó su confianza en la ley preexistente al afirmar que "cuando una empresa no está actuando de una manera comercial o tenemos razones para creer que va a hacer una inversión donde existe un problema de seguridad nacional, entonces tenemos facultades para emprender acciones"*. LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* *Syracuse Journal of International Law & Commerce*. Vol. 37. No. 1. Págs. 111-112.

¹³²⁸ *Como tal, el Reino Unido sigue siendo uno de los estados menos restrictivos con la inversión de los fondos soberanos. Este ambiente permisivo que fomenta la inversión internacional en el Reino Unido se refleja en los totales de inversión extranjera en el Reino Unido. El Reino Unido ocupa el segundo lugar a nivel mundial, por detrás de los Estados Unidos en las inversiones extranjeras directas en valores en su territorio con 1,23 mil millones de dólares invertidos en su economía.* LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* *Syracuse Journal of International Law & Commerce*. Vol. 37. No. 1. Pág. 113.

¹³²⁹ *El gobierno [británico] ha señalado que el Reino Unido es un importante centro de finanzas internacionales e inversión. Una nueva legislación podría incrementar las medidas proteccionistas que pueden impedir la inversión. El Reino Unido es un centro importante en el mercado de fondos soberanos, como cámara de compensación y sede de administración de algunos de estos fondos. Además de la*

Empresa a intervenir en caso de fusión o adquisición por diversos motivos incluyendo los intereses de seguridad nacional. Por tanto, el gobierno del Reino Unido puede vetar que un fondo soberano invierta en una sociedad del Reino Unido bajo ciertas condiciones, sobre todo si la fusión afectara a la seguridad nacional¹³³⁰.

4.6.3.- Valoración.

Por tanto, los Estados miembros están llamados en la práctica a desempeñar un papel esencial en la regulación europea de los fondos soberanos, a pesar de las críticas que plantean diversos autores. Por ejemplo, LINDBERG no duda en mostrar su preocupación por las disfunciones que la actuación unilateral de los Estados miembros puede introducir en el marco de libre circulación de capitales diseñado por el Tratado de Maastricht¹³³¹.

Kuwait Investment Authority, señala que la Brunei Investment Authority, Abu Dhabi Investment Authority y Temasek, la General Investments Corporation de Singapur han establecido oficinas en Londres con la intención de explorar las futuras inversiones en entidades británicas. LINDBERG, Seth Robert. Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U. Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 112.

¹³³⁰ LINDBERG, Seth Robert. Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U. Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 112.

¹³³¹ *Como se ha señalado anteriormente, uno de los objetivos fundamentales del Tratado de Maastricht, que creó la Unión Europea, es facilitar la cooperación que a su vez creará un mercado único europeo. Desde la formación de la Unión Europea, se ha aprobado una legislación que crea leyes y reglas uniformes relativas a la banca, la agricultura, la inmigración y el transporte. Con respecto a los negocios y la regulación financiera, estas leyes uniformes proporcionan un marco legal para aquellos que deseen llevar a cabo actividades de negocio de manera eficiente, dándoles la capacidad de alcanzar el éxito. En conjunto, estas leyes facilitan la transición de una economía individual y separada para cada Estado miembro de la UE a una economía europea conjunta..*

A medida que el mercado único de la UE siga evolucionando hacia una economía única, se deben tomar medidas que eliminen los obstáculos para las empresas en la UE. En la moderna economía globalizada, la UE debe tomar medidas para asegurar la competitividad. Para seguir siendo competitiva, la UE debe reestructurar sus leyes con respecto a los fondos soberanos para satisfacer las exigentes necesidades de los Estados miembros y terceros países de atraer a los inversores, a la vez que garantiza el mantenimiento de una economía única. Un mosaico engorroso de regulaciones de los fondos soberanos

Por ello, LINDBERG aboga por la introducción de una regulación uniforme que, como medida de integración positiva, garantice la coherencia del Mercado Interior en este aspecto¹³³². A su juicio el modelo debe ser la enmienda Exon-Florio¹³³³, que

puede proteger individualmente a los Estados miembros de la UE, pero derrotar el objetivo del mercado único en la UE. Por lo tanto, estas normas y leyes individuales deben sustituirse por disposiciones de carácter general y obligatorio en la UE.

La combinación de regulaciones de fondos soberanos dentro de la UE es desconcertante, ya que los fondos soberanos comprenden una gran cantidad de capital global, gran parte del cual está invertido en el mercado único de la UE. Como la UE no ha proporcionado una regulación obligatoria, los inversores evitan en su conjunto la inversión en ciertas economías europeas. Otros Estados miembros, como el Reino Unido y Alemania, se han beneficiado en gran medida de los fondos soberanos en términos de capitalización de mercado. Este esquema de regulación inconsistente proporciona a la UE ventajas y desventajas desde el punto de vista financiero. Algunos Estados miembros obtendrán beneficios de la inversión extranjera, mientras que otros Estados miembros se quedarán fuera. Esta distribución desigual de la riqueza a través de los fondos soberanos en la UE es precisamente el tipo de actividad para cuya prevención fue diseñado el Tratado de Maastricht.

Esta aplicación de diferentes esquemas de regulación puede ser en realidad ilegal en virtud del Tratado de Maastricht. Dado que el objetivo de la UE es facilitar la transición hacia un mercado único, las medidas adoptadas por los estados individuales comprometen el propósito primario del Tratado de la UE a través de las diferentes legislaciones de fondos soberanos. Permitir que los Estados miembros tomen las medidas que ahogan la inversión con respecto a su economía individual compromete un principio central del Tratado.

Cuando un gobierno impone límites estrictos a la cantidad que un Estado extranjero puede invertir en una entidad nacional, aprueba medidas efectivamente proteccionistas. [...] Estas medidas proteccionistas a su vez comprometen el objetivo del mercado único del Tratado de Maastricht. LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* *Syracuse Journal of International Law & Commerce*. Vol. 37. No. 1. Pág. 119-121.

¹³³² *La amenaza del proteccionismo, una legislación desigual, y la inversión desequilibrada son todos riesgos graves para la UE. Un esquema normativo uniforme para los fondos soberanos en la UE es el enfoque más prudente para combatir estos problemas. Sin embargo, la forma que ha de tomar esta legislación debe ser a la vez factible y pragmática. Además, hay una gran variedad de partes interesadas que deben ver sus intereses satisfechos. Estas partes incluye el Estado, la entidad de inversión extranjera, la sociedad, el público, y los accionistas. Todas estas partes están afectadas por la legislación de fondos soberanos y deben tenerse en cuenta al formular la legislación. En lugar de las normas voluntarias de los fondos soberanos, una regulación uniforme en la UE obligaría al los fondos*

además de establecer un cauce único, sería un instrumento eficaz para proteger los intereses legítimos de los Estados Miembros¹³³⁴.

soberanos a cumplir con la regulación de los Estados.

[...]

El primer reto que la UE debe afrontar cuando comience a legislar es deshacer la legislación existente en los Estados miembros. La UE, sin embargo, tiene el poder para ajustar la regulación económica de los estados miembros en virtud del Tratado de Maastricht. Los Estados miembros que firman el documento, que establece, para la realización del mercado único, a la UE como un órgano supranacional. El artículo 3 bis (1) del Tratado de Maastricht establece que la UE junto con los Estados miembros deberán prever "la adopción de una política económica que se basará en la estrecha coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros, en el mercado interior y en la definición de objetivos comunes, y realizadas de conformidad con el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia., Como la legislación de los fondos soberanos se relaciona directamente con la "política económica", por lo tanto, la Unión Europea tiene el poder de llevar a cabo esta legislación uniforme para los fondos soberanos. LINDBERG, Seth Robert. Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U. Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 121-123.

¹³³³ *El modelo de regulación legal estadounidense de fondos soberanos del CFIUS es el mejor ejemplo para que la UE afronte los retos de la vasta economía europea. [...] Esta norma permitiría que la UE protegiera su industria de defensa de la adquisición extranjera. Por otra parte, esta norma de revisión también impediría que los estados que puedan patrocinar o tolerar el terrorismo lleguen a usar el dinero de sus fondos soberanos para invertir en un negocio en la UE. En segundo lugar, esta norma es muy similar a los esquemas regulatorios de fondos soberanos establecidos por Alemania y el Reino Unido. Estos dos estados gozan de la mayor cantidad de inversión extranjera y tienen dos de las economías más fuertes dentro de la UE . LINDBERG, Seth Robert. Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U. Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 124.*

¹³³⁴ *En lugar de una política normativa de parches para los fondos soberanos, un proceso de revisión uniforme en la UE proporcionaría a los Estados miembros las herramientas para evitar la adquisición extranjera de áreas vitales de los intereses nacionales, a la vez que la promoción de los objetivos del Tratado de Maastricht. Además de dar a los Estados miembros de la UE la posibilidad de impedir las adquisiciones de los fondos soberanos de estados extranjeros, esta ley también ofrecería una mayor apertura del mercado. Un esquema uniforme reglamentario relativo a los fondos soberanos es una cuestión fundamental que debe ser inmediatamente afrontada. LINDBERG, Seth Robert. Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U. Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 126.*

En la misma línea GALLO aboga por evaluar si puede promulgarse una nueva legislación o un mecanismo de control con respecto a las inversiones de propiedad estatal de fuera de la UE, inspirados en cierta medida por el sistema de revisión del CFIUS de las adquisiciones extranjeras de empresas en los Estados Unidos. Para él, a pesar de que, por razones políticas y económicas, el enfoque que la UE puede adoptar debe ser menos estricto, el resultado que las instituciones de la UE pudieran alcanzar sería crucial, ya que pueden evaluar a priori al más alto nivel las implicaciones de seguridad y de política pública de los fondos soberanos procedentes de países no comunitarios¹³³⁵.

En particular indica que *tal procedimiento tendría la ventaja de salvaguardar la integridad del mercado único. De hecho, los distintos países de la UE se sentirían menos inclinados a recurrir a sus propias medidas con el fin de erigir defensas nacionales si supieran que existe un procedimiento de la UE, de forma similar a los procedimientos antidumping en la política comercial común, dirigido tanto a garantizar una respuesta institucionalizada común a las preocupaciones planteadas por los fondos soberanos y en dar seguridad jurídica a los fondos soberanos en relación con el régimen de inversión aplicable en la totalidad de los 28 países miembros. En este contexto, el problema de la reciprocidad puede ser tratado por las instituciones de la UE ya que la mayoría de los fondos soberanos se encuentran en países que tienen entornos mucho más restrictivos que la UE, como es el caso de Rusia, que aprobó una ley en 2008 que limita la inversión extranjera en 42 sectores estratégicos, en algunos casos, a participaciones tan bajas como 10 por ciento. Obviamente, la reciprocidad no debe aplicarse en sentido estricto o de una manera muy restrictiva, teniendo en cuenta la importancia de los fondos soberanos para la economía de la UE, así como el riesgo de una espiral de nuevo proteccionismo*¹³³⁶.

Sin embargo, el principal problema es la base jurídica sobre la que la Unión

¹³³⁵ GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 18.

¹³³⁶ GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 18.

puede adoptar este tipo de medidas. A juicio de GALLO la única base jurídica posible para una medida de este tipo sería el Art. 64.3 del TFUE, que establece una excepción al principio de la liberalización de capitales con terceros países en los que se afirma que sólo el Consejo, con arreglo a un procedimiento legislativo especial, por unanimidad y previa consulta al Parlamento Europeo, podrá establecer medidas que supongan un retroceso en el Derecho de la Unión respecto de la liberalización de los movimientos de capitales hacia o desde terceros países. Para este autor, el acto debe ser una directiva en lugar de un reglamento, ya que sólo la primera salvaguardaría los actuales procesos de revisión de los gobiernos de los Estados miembros¹³³⁷.

*Ahora bien, el requisito de la unanimidad puede representar un serio obstáculo para la adopción de tal medida, debido a la existencia de numerosas divergencias entre los Estados miembros en este campo. Por supuesto, el art. 64.2 TFUE, que prevé la mayoría cualificada en el ámbito de los movimientos de capitales, no se puede utilizar como una base jurídica adecuada. En efecto, esta disposición sólo se aplica cuando las medidas que adopten las instituciones de la UE están dirigidas a la liberalización, en lugar de limitar los movimientos de capitales desde y hacia terceros países*¹³³⁸.

La segunda opción para GALLO sería aprovechar el cambio realizado por el Tratado de Lisboa en relación con la competencia en el campo de las inversiones extranjeras directas y, por lo tanto, también en relación con la negociación y conclusión de tratados bilaterales de inversión con terceros países, que pasaron de los Estados miembros a la UE, de conformidad con los artículos 206, 207.1 TFUE en combinación con el art. 3 TUE¹³³⁹.

¹³³⁷ GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Págs. 18-19.

¹³³⁸ GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Págs. 18-19.

¹³³⁹ GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 19.

4.7.- La regulación internacional de los fondos soberanos. Especial referencia a los Principios de Santiago.

El principal rasgo del marco regulatorio sobre los fondos soberanos desde el punto de vista internacional es la ausencia de una regulación obligatoria multilateral. Ello ha implicado que sean los Estados los que hayan asumido el papel de proteger sus intereses, con los problemas que ello puede acarrear desde el punto de vista de la cooperación económica¹³⁴⁰. Como apunta LINDBERG, los Ministros de Finanzas del G7 pidieron tanto a la OCDE, al FMI como al Banco Mundial identificar las mejores prácticas de los fondos soberanos en áreas como la estructura institucional, la gestión de riesgos, la transparencia y la rendición de cuentas¹³⁴¹.

Según ROSE, los acuerdos multilaterales ofrecen una solución para los fondos soberanos más interesante y segura que un conjunto de mejores prácticas. Una estructura institucional como la de la Organización Mundial del Comercio ofrecería un cauce idóneo para la solución de controversias. Sin embargo, los precedentes demuestran las dificultades de negociar un marco multilateral para la inversión

¹³⁴⁰ *Ninguna organización supranacional, como la UE, la OCDE, el FMI, o Naciones Unidas ha seguido ningún tipo de planteamiento normativo obligatorio en la regulación de los fondos soberanos. Como tales, los estados individuales han asumido sobre sí mismos la tarea de proteger sus intereses a través de diversos grados de legislación y regulación. La regulación individual ha producido una variedad de leyes que tienen la posibilidad de perjudicar la cooperación económica, especialmente dentro de la U.E.* LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 115

¹³⁴¹ *En la actualidad, no existe una regulación multilateral obligatoria para la inversión de los fondos soberanos. Aunque los Estados Unidos, la UE, Australia y Alemania han tomado medidas para abordar individualmente la regulación de los fondos soberanos, no existe ningún acuerdo multilateral sobre la regulación de la inversión de los fondos soberanos. Los Ministros de finanzas del Grupo de los Siete (G7) han pedido a la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico, al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial identificar las mejores prácticas para los fondos soberanos en esferas tales como la estructura institucional, la gestión de riesgos, la transparencia y la rendición de cuentas.* LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 106.

extranjera¹³⁴². De hecho, uno de los principales problemas a la hora de afrontar esta cuestión ha sido precisamente la exigencia de transparencia de los Estados miembros, cuestión que motivó la exclusión de la inversión extranjera de la agenda de Doha en 2004¹³⁴³.

La adopción de un marco normativo sobre los fondos soberanos se enfrentaría a problemas similares, en atención a la geometría variable de los intereses y problemas de los diferentes países. Como escribe ROSE, los riesgos de los fondos soberanos difieren en función del concreto país de acogida y del específico inversor soberano. Ahora bien, en este caso existen indicios de que el problema no sería insalvable. No en vano, muchos de los países de origen de los fondos soberanos son, a la vez, receptores de inversión extranjera. Por tanto, es de esperar que estén interesados en adoptar una solución de compromiso y equilibrada¹³⁴⁴.

¹³⁴² *Los acuerdos multilaterales, como un tratado negociado a través de la Organización Mundial del Comercio (OMC), ofrecen una solución atractiva para los riesgos asociados a los fondos soberanos. En contraste con un conjunto de mejores prácticas voluntarias, el acuerdo multilateral sería exigible por el país a través de los procedimientos de solución de controversias de la OMC. La dificultad en la adopción de un acuerdo multilateral para los fondos soberanos, sin embargo, se demuestra por el número de intentos sin éxito que se han realizado en el pasado reciente para desarrollar un marco multilateral para la inversión extranjera directa en general. En 1995, los miembros de la OCDE, encabezados por Francia, participan en las discusiones sobre un posible acuerdo multilateral sobre inversiones (AMI). El objetivo de la AMI era “proporcionar un marco multilateral amplio para la inversión internacional con altos estándares para la liberalización de los regímenes de inversión y protección de la inversión y con unos procedimientos efectivos de solución de controversias, abiertos a los no miembros”. Sin embargo, la incapacidad de los miembros de la OCDE para llegar a un acuerdo, junto con el perfil cada vez más alto de las protestas contra el AMI, pusieron fin a las discusiones en 1998. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Págs. 148-149.*

¹³⁴³ *La Organización Mundial del Comercio también incluyó un Acuerdo Multilateral de Inversión (AMI) en la agenda de negociaciones comerciales de la Ronda de Doha, pero los países desarrollados y en vías de desarrollo no lograron llegar a un consenso sobre el AMI. Un punto en particular fue la exigencia de transparencia para los países miembros (lo que suponía en esencia el requisito de que los países en vías de desarrollo operen transparentemente). En última instancia, la cuestión de la inversión extranjera se eliminó de la agenda de Doha en 2004. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 149.*

¹³⁴⁴ *Las negociaciones comerciales que involucran a los fondos soberanos también se enfrentarían a las mismas dificultades que los acuerdos multilaterales sobre inversión extranjera. Primero, hay serias*

Citando al columnista de *The Wall Street Journal* Bob Davis¹³⁴⁵, ROSE describe una discusión en dos etapas. En la primera algunos de los principales receptores de inversión de los fondos soberanos deben elaborar una posición común para evitar una competencia hacia abajo, perniciosa para ellos. Se trata de delimitar las actividades de los fondos soberanos en cuestiones como el volumen de participación de las empresas, la exclusión de ciertos sectores excluidos o la exigencia de reciprocidad en otros. En la segunda, los países de origen de los fondos soberanos participarían en la discusión y, en caso de fracaso, se podrían imponer soluciones unilaterales¹³⁴⁶.

dificultades para lograr un consenso entre los países que aceptan la inversión soberana, porque los riesgos políticos asociados con la inversión soberana difieren según el país y el inversor soberano. Por ejemplo, Alemania puede estar más preocupada por la inversión de Rusia, que por la inversión de Abu Dhabi. Por otro lado, el gran abismo entre los intereses de los países desarrollados y en vías de desarrollo que resultó insuperable en las primeras conversaciones de inversión extranjera se puede reducir un poco cuando se trata de los fondos soberanos. Muchos fondos soberanos están patrocinados por soberanos que aceptan una inversión extranjera y soberana significativa. Como resultado, podría esperarse que estos fondos soberanos tengan interés en un enfoque equilibrado en la regulación de los fondos soberanos. Además, hay un número pequeño de naciones que tienen los fondos soberanos en la parte superior de sus agendas comerciales: a saber, un par de docenas de los principales inversores soberanos y las economías del G7. Por lo tanto, uno podría imaginar un proceso más sencillo que las negociaciones comerciales de Doha. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 149-150.

¹³⁴⁵ <http://www.wsj.com/articles/SB119360521899874131>

¹³⁴⁶ *El columnista del Wall Street Journal Bob Davis argumenta a favor de una discusión comercial sobre los fondos soberanos en dos pasos. En la primera etapa, los Estados Unidos, Europa y Canadá elaborarían unas posiciones comunes en temas como si los fondos gubernamentales deben limitarse a una participación minoritaria; si algunas empresas, como las de defensa y medios de comunicación deben estar fuera de los límites a cualquier inversión; y si a los países cuyos fondos invierten en ciertos sectores como los servicios financieros se les debe exigir abrir esos mismos sectores a la inversión extranjera en sus mercados internos. Una falta de coordinación, según él, podría dar lugar a que los fondos hicieran jugar a "un país contra otro para atraer la inversión, al igual que los fabricantes de automóviles hacen jugar a un estado en los Estados Unidos en contra de otro para obtener un paquete de recortes de impuestos más rico". En la segunda etapa, los países patrocinadores de los fondos soberanos que participarían en aras de "conseguir el acceso más libre posible para invertir en los mercados más ricos del mundo". Si las conversaciones terminaran en fracaso, los Estados Unidos y Europa podrían imponer unilateralmente las reglas. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law*

Aunque un acuerdo pueda ser la mejor solución a largo plazo, en el corto plazo no resulta una opción sencilla. Sería un proceso largo, mientras que en muchas situaciones se puede necesitar una solución inmediata. Las dificultades se acrecentarían ante países que, como China, han mostrado su oposición frontal a los cambios normativos en los países de acogida y han llegado a amenazar con desinvertir¹³⁴⁷. Por ello, hasta ahora tanto los Estados Unidos como la Unión Europea han apostado por instrumentos de “soft law”, como guías de mejores prácticas o códigos de conductas. Es decir, se ha optado por la autorregulación ante el riesgo de que los fondos soberanos puedan desinvertir en sus economías y como instrumento para hacer efectiva su influencia política y económica¹³⁴⁸. Sin embargo, según ROSE se trataría de una

Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 150.

¹³⁴⁷ *Mientras que un acuerdo comercial puede ser preferible en el largo plazo debido a su ejecutividad, hay desventajas también. En primer lugar, incluso suponiendo que los países anfitriones (o incluso un grupo más pequeño de los países anfitriones, como plantea Davis) pudiera llegar a un acuerdo común sobre el contenido de tal acuerdo, este proceso podría llevar años. La finalización de un acuerdo con los inversores soberanos probablemente sería un proceso todavía más largo. Sin embargo, los fondos soberanos están invirtiendo ahora, y los fondos soberanos están aumentando de tamaño rápidamente. El paso lento de las negociaciones comerciales no es el instrumento adecuado para hacer frente a las preocupaciones acuciantes de los flujos globales de capital en el corto plazo. Además, algunos inversores soberanos, como China, han resistido con fuerza las llamadas a una mayor regulación de los fondos soberanos, esencialmente amenazando con llevar sus capitales a otros mercados si los países occidentales deciden cambiar las reglas.* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Págs. 150-151.

¹³⁴⁸ Según BACKER, la regulación por el Estado de acogida se enfrenta a dos grandes dificultades. La primera es estructural: cuanto más intensamente regulen los Estados de acogida la entrada de inversión soberana, es más probable que se impida el flujo de capital. Más allá de sus consecuencias proteccionistas, semejante enfoque, si se adopta más ampliamente, podría afectar a la integridad de los mercados globales. Si la regulación de la inversión extranjera en los Estados de acogida resultó difícil debido a su efecto sobre el marco de la globalización económica, la solución podría estar en la regulación de los vehículos por los Estados de origen. Este método imita el usado para regular las actividades de las empresas multinacionales. La actividad normativa en ese sentido se hizo más pronunciada en vísperas de la crisis financiera. Así, hacia octubre de 2007, Estados Unidos se unió a Europa y Japón para pedir un conjunto de buenas prácticas a las que se adhieren voluntariamente fondos. Las prácticas incluyen el compromiso de estructuras de gobernanza no políticas y más divulgación de las actividades de la cartera. La solución, como se entiende convencionalmente,

solución inicial que no debería impedir la apertura de una ronda de negociaciones comerciales¹³⁴⁹.

Junto a los esfuerzos producidos en la órbita del FMI en los que se enmarcan los Principios de Santiago a los que nos referiremos más adelante, deben destacarse los trabajos realizados en el ámbito de la OCDE. Según advierte BACKER, los diversos documentos de la OCDE¹³⁵⁰ se han desarrollado en el mismo contexto que los

neutralizaría el elemento soberano de la inversión soberana y reduciría el universo de las operaciones aceptables a objetivos comerciales o financieros. Para ello, un sistema de auto-regulación de soft law, similar al desarrollado para las grandes empresas comerciales, transnacionales, parecía lo más adecuado. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience.* Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 92-93.

¹³⁴⁹ *Debido a estas preocupaciones, hasta la fecha tanto Estados Unidos como la Unión Europea han impulsado la adopción de mejores prácticas, o códigos de conducta, para los fondos soberanos. El énfasis hasta ahora se puesto en la autorregulación voluntaria. El objetivo es involucrar a los inversores soberanos en las discusiones sobre los objetivos de inversión y los procedimientos idóneos, y reducir al mínimo el riesgo de que los inversores soberanos, simplemente inviertan en otros mercados. La pérdida de fondos soberanos de inversión multiplicaría las preocupaciones de los Estados Unidos y la Unión Europea. Cada uno de ellos tendría menos capitales suministrados por los fondos a las empresas establecidas en ellos y aún así se verían afectados por el riesgo de la actividad política a través de inversiones en otros mercados. Sin embargo, debido a que estos códigos son de carácter voluntario, el “apalancamiento” para la ejecución de los Estados Unidos y otras naciones de acogida es en gran parte político y económico. Países como Japón, Estados Unidos y los países de la UE, que tienen un gran poder político y grandes cantidades de flujos de efectivo en ambos sentidos entre ellos y los países patrocinadores de los fondos soberanos, deberían tener fuerza para impulsar códigos de buenas prácticas. Los países que tienen menos apalancamiento pueden ser los beneficiarios de estos esfuerzos, pero serán más susceptibles a los riesgos planteados por el uso político y de motivos mixtos de los fondos soberanos, ya que carecen de poder político y económico para “ejecutar” los códigos de conducta voluntarios. Incluso la capacidad de los países más poderosos para obligar a la adhesión a códigos de conducta puede erosionarse con el tiempo. De este modo, los códigos voluntarios de conducta deben entenderse como un primer paso que se ocupa de una necesidad inmediata, mientras que deben negociarse normas de inversión extranjera más amplias a través de una futura ronda de negociaciones comerciales, tan impredecibles como pueden ser los resultados de esas conversaciones.* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders.* North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Pág. 150-151.

¹³⁵⁰ A estos efectos cita “SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND RECIPIENT COUNTRY POLICIES” y

Principios de Santiago y se basan en los principios de igualdad de trato, transparencia y liberalización, admitiendo limitaciones por razones de seguridad nacional interpretadas de manera estricta¹³⁵¹.

Junto a ellas, destacan las Directrices para empresas estatales que, en muchos casos, siguen el mismo enfoque que para los fondos soberanos en aras de neutralizar el elemento soberano y acercarse a un inversor privado ideal¹³⁵². De esta manera se

“SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND RECIPIENT COUNTRIES - Working together to maintain and expand freedom of investment” ambos de 2008.

¹³⁵¹ Al igual que los impulsores de los Principios de Santiago, la OCDE ha declarado también su adhesión a una política de transparencia. Dentro de ese contexto, ha tratado de desarrollar su propia versión de un conjunto de reglas de conducta de referencia para los fondos soberanos. Las normas de la OCDE se han desarrollado en el contexto de la redacción de los Principios de Santiago y estaban destinadas a ser leídas con ellos, como medidas del país de acogida análogas a las medidas del país de origen que son el foco de los Principios de Santiago. "El marco resultante fomentará situaciones de beneficio mutuo, donde los fondos soberanos gocen de un trato justo en los mercados de los países receptores y los países de acogida puedan resistir con confianza las presiones de respuestas proteccionistas". Los principios se basan en el cuerpo de las tradiciones de inversión desarrolladas para el funcionamiento transfronterizo de las empresas y los principios de la regulación estatal sobre la base de la igualdad de trato, la transparencia y la liberalización del comercio. En ese contexto, la seguridad nacional fue reconocida como una limitación legítima de los principios de comercio abierto de la OCDE, pero sólo si los principios de seguridad nacional están estrictamente definidos. Sin embargo, la OCDE sugiere que la inversión soberana podría servir como una base legítima para la protección cuando un estado la utiliza para la política exterior en lugar de con fines comerciales, para obtener tecnología sensible, o para ayudar a "las capacidades de inteligencia de un país extranjero que es hostil al país de acogida". La OCDE sugiere un marco basado en principios para la aplicación de las limitaciones de seguridad nacional en la inversión de capital en base a sus principios de no discriminación, transparencia/previsibilidad, proporcionalidad de regulación, y responsabilidad. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 95-96.

¹³⁵² Además, la OCDE ha presentado una serie de directrices para las empresas estatales ("Directrices") que, en muchos aspectos, imitan el enfoque de los esfuerzos normativos destinados a los fondos soberanos. Las directrices están principalmente orientadas a empresas de propiedad estatal mediante una forma jurídica distinta (es decir, independiente de la administración pública) y con una actividad comercial (es decir, con la mayor parte de sus ingresos provenientes de las ventas y retribuciones), persigan también o no un objetivo de política pública. Estas directrices se basan en principios de

persigue equilibrar las reglas del juego para evitar distorsiones en el mercado¹³⁵³. En este ejercicio la transparencia desempeña una labor esencial para que el resto de operadores económicos sepan a qué atenerse y, de este modo, no alterar indebidamente el mercado¹³⁵⁴.

transparencia y la separación de funciones. El objetivo, al igual que con los fondos soberanos, es neutralizar al soberano en la operativa y control de estas empresas. En este marco, la OCDE espera que el Estado actúe como un propietario idealizado del sector privado. A menudo los objetivos múltiples y contradictorios de la propiedad estatal conducen o bien a una conducta muy pasiva de las funciones de propiedad, o por el contrario a una intervención excesiva del Estado en los asuntos o decisiones que deben dejarse a la empresa y a sus órganos de gobierno” . BACKER, Larry Catá. Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 96-97.

¹³⁵³ *Neutralizada de esa manera, una empresa de propiedad estatal podría considerarse lo suficientemente segura como para competir en igualdad de condiciones con los actores privados. Las Directrices pretenden crear "una igualdad de condiciones en los mercados donde las empresas estatales y privadas compitan con el fin de evitar distorsiones del mercado". A tal efecto, las Directrices exigen específicamente que las empresas estatales "se enfrenten a condiciones de competencia en cuanto al acceso a la financiación" y evitan los subsidios indirectos a través de la propiedad cruzada de las empresas estatales. "Las relaciones de las empresas públicas con los bancos estatales, las instituciones financieras de propiedad estatal y otras empresas de propiedad estatal deben basarse en motivos puramente comerciales". La equivalencia produce la compatibilidad entre las empresas de propiedad estatal y privada. La OCDE ha diseñado sus Directrices para producir empresas estatales que operan como entidades privadas. De esto se deduce que los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE se pueden aplicar a las empresas estatales y empresas privadas sobre una base equivalente. En efecto, las Directrices de las empresas estatales son una condición previa a la preparación de las empresas estatales para cumplir con los nuevos principios destinados a regir todas las organizaciones económicas. BACKER, Larry Catá. Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 97-98.*

¹³⁵⁴ *Al darse cuenta de que las empresas estatales se enfrentan a algunos problemas de gobernanza distintos, las Directrices de la OCDE tratan la transparencia como un factor clave en el gobierno de las empresas estatales. En primer lugar, las Directrices prevén que "la entidad de coordinación o titularidad debe desarrollar un informe consistente y agregado de las empresas estatales y publicar anualmente un informe global de las empresas estatales". En segundo lugar, las Directrices imponen requisitos de procedimientos eficientes de auditoría interna y externa en las empresas de propiedad estatal. Del mismo modo, las Directrices imponen a las empresas estatales las mismas normas contables de alta calidad y de auditoría, que se imponen a las empresas cotizadas. Por último, las Directrices se basan en la revelación*

4.7.1- Los Principios de Santiago.

La principal respuesta en el ámbito internacional al fenómeno de los fondos soberanos de inversión ha tenido lugar bajo los auspicios del Fondo Monetario Internacional. En el año 2008 se constituyó el Grupo de Trabajo Internacional sobre Fondos Soberanos de Inversión. El grupo engloba a países titulares de fondos soberanos de inversión. El 11 de octubre de 2008 el Grupo hizo públicos los Principios y Prácticas Generalmente Aceptados de Los Fondos Soberanos de Inversión, documento que se conoce como los “Principios de Santiago”.

Como recuerda TRUMAN¹³⁵⁵, en el año 2007 afloró en distintos foros internacionales una creciente preocupación por el papel de los fondos soberanos en los mercados internacionales. El 19 de octubre de 2007, los Ministros de Finanzas y los Gobernadores de los Bancos Centrales del G-7 hicieron pública una declaración en la que se aludía expresamente a los fondos soberanos¹³⁵⁶.

de las desviaciones del modelo de operación de actor privado por parte de las empresas públicas y no en disposiciones obligatorias. La idea, según parece, es permitir que las empresas estatales se estructuren de acuerdo a las preferencias del gobierno, para que los terceros dentro del sector económico global sepan a qué atenerse. La transparencia se extiende a los gobiernos de acogida también. Sin embargo, los comentaristas han criticado el enfoque de la OCDE como poco realista e inaplicable. BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 98.

¹³⁵⁵ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 121 y ss.

¹³⁵⁶ En concreto, declararon que “*Cross-border, market-based investment is a major contributor to robust global growth. In this context, we agreed that sovereign wealth funds (SWFs) are increasingly important participants in the international financial system and that our economies can benefit from openness to SWF investment flows. We see merit in identifying best practices for SWFs in such areas as institutional structure, risk management, transparency and accountability. For recipients of government-controlled investments, we think it is important to build on principles such as nondiscrimination, transparency, and predictability. We are committed to strengthening our dialogue with countries involved and look forward to discussing these issues at our Outreach Dinner later this evening. We ask the IMF, World Bank, and OECD to examine these issues. We will explore opportunities to enhance investment flows between our*

La respuesta del Fondo Monetario Internacional llegó el día siguiente. El 20 de octubre de 2007 el Comité Financiero y Monetario Internacional celebró su 16ª reunión en Washington. Tras la reunión se hizo público un comunicado en el que se señala *la creciente importancia de los fondos soberanos de inversión en los mercados financieros internacionales. Si bien reconoce el papel positivo que desempeñan estos fondos en el desarrollo de la liquidez de mercado y la asignación de recursos financieros, el Comité celebra la labor realizada por el FMI en relación con el análisis de las cuestiones que afectan a los inversores y a los receptores de estos flujos, incluido un diálogo para identificar las prácticas óptimas. Pone énfasis en la importancia de resistir a las presiones proteccionistas y mantener un sistema financiero mundial abierto.*

Por su parte, el 28 de febrero de 2008 la Comisión Europea publicó la Comunicación titulada *Un enfoque común en materia de fondos soberanos*, a la que nos hemos referido con anterioridad. En dicho documento se indicaba que la Comisión *espera que los fondos soberanos se comprometan voluntariamente con determinadas normas de transparencia y gobernanza que ofrezcan la claridad suficiente como para calmar los temores de la opinión pública.* Los planteamientos de la Comisión fueron respaldados por el Consejo Europeo en su reunión en Bruselas el 13 y 14 de marzo de 2008.

El 12 de abril de 2008 el Comité Financiero y Monetario Internacional, tras su 17ª reunión en Washington, manifestó lo siguiente: *“El Comité aplaude la iniciativa del FMI de trabajar, como facilitador y coordinador, con los fondos soberanos de inversión para elaborar un conjunto de prácticas óptimas y presentarlo a más tardar en las Reuniones Anuales de 2008. Hace hincapié en que la formulación de esas prácticas debería ser fruto de la colaboración voluntaria y estar armonizada con la labor que llevan a cabo la OCDE y otros organismos sobre prácticas óptimas para los países en los que invierten los fondos soberanos. El Comité aguarda con interés la oportunidad de examinar en su próxima reunión los avances al respecto”.*

economies and continue our discussions on mutual recognition of comparable securities regimes”. Statement of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors. 19 de octubre de 2007. Disponible en <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:21519903~pagePK:64257043~piPK:437376~theSitePK:4607,00.html>

De esta manera, según BACKER, *la intención era crear un conjunto de normas consuetudinarias de los fondos soberanos que evitasen al menos la apariencia de consideraciones políticas en sus actividades de inversión. El objetivo era también proporcionar una base legal, aunque fuera de soft law, para el cumplimiento de estos standards que, con el tiempo, se vuelve cada vez más difícil de evitar sin un gran coste. Una vez establecidos, estos standards también pueden servir de marco para la legislación del estado futuro, por ejemplo, al distinguir entre los fondos soberanos incumplidores y cumplidores*¹³⁵⁷.

El Grupo de Trabajo se constituyó el 1 de mayo de 2008 bajo la presidencia del Subsecretario del Departamento de Finanzas de Abu Dhabi, Hamad Al Hurr Al-Suwaidi, y del español Jaime Caruana, director del Departamento de Mercados de Capitales y Monetarios del FMI. El Grupo de Trabajo estaba integrado por veintitrés países en calidad de miembros y tres más como observadores. Como hemos indicado, los resultados se hicieron públicos el 11 de octubre de 2008.

Indica BACKER que *las negociaciones que condujeron a la adopción del marco de Principios y Prácticas Generalmente Aceptados de los Principios de Santiago no fueron fáciles, y los propios Principios enmascararon importantes divergencias de opinión entre los estados de origen de los fondos soberanos. Hubo, por ejemplo, maniobras sustanciales respecto la interpretación de estos modelos de referencia del comportamiento aceptable*¹³⁵⁸.

4.7.2.- El contenido de los Principios de Santiago

Como advierte el propio documento, los Principios de Santiago se estructuran en torno a tres áreas distintas: 1) Marco legal, objetivos y coordinación con las políticas

¹³⁵⁷ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 93.

¹³⁵⁸ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 93-94.

macroeconómicas; 2) Marco institucional y estructura de gobernanza; y 3) Marco de gestión de la inversión y el riesgo. En cuanto a su contenido, siguiendo a ROSE, podemos distinguir cuatro grandes áreas: estructura y gobernanza; gestión del riesgo; transparencia; y responsabilidad¹³⁵⁹.

En lo que concierne a la estructura y gobernanza de los fondos soberanos, los Principios de Santiago no ofrecen una referencia definitiva. Como indica ROSE, *los Principios de Santiago no sugieren una estructura para los fondos soberanos, ni sugieren que los fondos soberanos deban usar gestores externos de fondos. En cambio, el Principio 6 establece que "el marco de gobernanza para el fondo soberano debe ser razonable y establecer una división clara y eficaz de las funciones y responsabilidades a fin de facilitar la independencia de la rendición de cuentas y la operativa". Y el subprincipio 18.2 establece que "la política de inversión debe delimitar la medida en que los gestores de inversiones internas y/o externos se utilizan, la gama de sus actividades y su autoridad, y el proceso por el cual se seleccionan y se controla su desempeño". Además, el Principio 14 de los Principios de Santiago también hace un llamamiento a los fondos soberanos para tratar a terceros, tales como "gestores de fondos comerciales y depositarios, o proveedores de servicios externos", basándose en "razones económicas y financieras", y siguiendo "reglas y procedimientos claros"*¹³⁶⁰.

Sin embargo, lejos de criticar esta situación, ROSE admite que teniendo en cuenta las variaciones en el tamaño, objetivos y funciones de los fondos soberanos, no resultaría razonable seguir un enfoque estricto y formalista podría ser contraproducente porque podría crear una dependencia excesiva de la forma¹³⁶¹. Para este autor, la

¹³⁵⁹ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 151 y ss.

¹³⁶⁰ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 156.

¹³⁶¹ A este respecto ROSE advierte que los Principios de Santiago contienen una escasa referencia para la gobernanza de los fondos soberanos, en su lugar funcionan como un mero dispositivo de referencia por el que los fondos soberanos de los países redactores se "estructurarán de manera que [sean] capaces de ejercer un juicio eficaz, independiente y objetivo respecto de sus responsabilidades", y "establecer una política clara de un nivel mínimo de competencia de los miembros del órgano de gobierno." Mientras que los Principios de Santiago pueden parecer débiles con respecto a los principios de gobernanza de los fondos, las estructuras de gobierno deberían ser vistas como medios y no como

estructura proporciona una garantía en la forma, pero no necesariamente en el funcionamiento. La estructura del fondo tradicional está diseñada en relación a un conjunto de normas aplicables en el mercado o mercados en que opera el fondo, y en menor medida, los principios prácticos ocultos detrás de tales regulaciones. Cuando esas normas no se aplican, la estructura ya no ofrece ninguna garantía. Como resultado, la estructura de un fondo soberano es menos relevante que las regulaciones diseñadas para abordar directamente la actividad indeseable del fondo a efectos de mitigar el riesgo para los mercados de capitales. Sin embargo, la divulgación de las estructuras y la gestión, según lo dispuesto en los Principios de Santiago, deberían por lo menos ayudar a los reguladores en sus funciones de vigilancia mediante la aclaración de las líneas y el alcance de la autoridad dentro del fondo soberano¹³⁶².

Respecto a los riesgos asociados a los fondos soberanos, como toda actividad en los mercados de capitales, puede distinguirse entre los de carácter sistémico¹³⁶³ y los de carácter específico¹³⁶⁴. En suma, el problema es que los soberanos crean riesgos para los

finés. Establecer unas estructuras universales de gobernanza de los fondos, teniendo en cuenta las variaciones en el tamaño, objetivos y funciones de los fondos soberanos, podría ser contraproducente porque podría crear una dependencia excesiva de la forma. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 156.

¹³⁶² ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Págs. 156-157.

¹³⁶³ Según ROSE el riesgo sistémico es *el creado por la afluencia de capitales causada por grandes inversiones de los fondos soberanos. Si miles de millones en ingresos procedentes del desequilibrio comercial se convierten de nuevo en inversiones de capital, no hay duda de que algunos de estos fondos no se destinarán al mejor uso. Hasta ahora, las inversiones estadounidenses de los fondos soberanos han sido en grandes empresas en mercados de negociación con liquidez. Del mismo modo, los fondos tradicionales también están invirtiendo en estas mismas empresas, porque en algunos casos el fondo está vinculado a un índice o, más generalmente, porque el fondo prefiere la adquisición de activos más líquidos, ya que será capaz de ajustar con mayor facilidad sus posiciones. ¿El incremento en las actividades de inversión de los fondos soberanos, junto con las actuales preferencias de los inversores institucionales, elevarán los precios de los activos a niveles insostenibles?* ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 157.

¹³⁶⁴ Siguiendo de nuevo a ROSE, este tipo se refiere a los fondos soberanos y los riesgos soberanos específicos. Los ejemplos incluyen los riesgos sin cobertura de divisas y el riesgo de que un soberano pudiera drenar un fondo soberano, debido a una exigencia económica o política. Algunos de los riesgos

demás participantes en el mercado ya que, como señala ROSE, un soberano puede tener que deshacer sus posiciones por una serie de razones que no son relevantes con carácter general para un mero inversor extranjero, tales como el apoyo de su divisa, una guerra, o una ampliación de sus programas sociales. Ante esa tesitura, cabe cuestionarse cómo superarían los mercados la conmoción de una salida rápida del mercado por parte del fondo soberano¹³⁶⁵.

Para ROSE, *Los Principios de Santiago tienen limitada su capacidad para responder a todos los riesgos asociados a los fondos soberanos en los mercados públicos, a pesar de que mitiguen algunos de estos riesgos. Los Principios de Santiago abordan los riesgos de mercado creados por los fondos soberanos en el Principio 4, que establece que "debe haber una divulgación clara de las políticas, normas, procedimientos, o los acuerdos en relación con el enfoque general de los fondos soberanos en la financiación, las operaciones de retirada, y las operaciones de gasto en nombre del gobierno". El Principio 3 también establece que "cuando las actividades de los fondos soberanos tenga importantes implicaciones macroeconómicas nacionales directas, estas actividades deben coordinarse estrechamente con las autoridades fiscales y monetarias nacionales, a fin de garantizar la coherencia el conjunto de las políticas macroeconómicas". La gestión del riesgo interno de gestión del fondo soberano está cubierta por el Principio 22, que establece que "el fondo soberano debe tener un marco que identifique, evalúe y gestione los riesgos de sus operaciones". Las reglas están diseñadas para aumentar la previsibilidad, pero es probable que no ofrezcan mucha seguridad a otros participantes del mercado, porque los fondos soberanos, por su naturaleza, generan riesgos que los inversores privados no provocan. La vinculación con el gobierno (como se pide en el Principio 3) es en este sentido un*

específicos de los fondos soberanos no son diferentes de los tipos de riesgos detectados y gestionados por otros tipos de fondos. Una vez más, podemos esperar que un fondo soberano gestionado adecuadamente mitigue muchos de estos riesgos. Sin embargo, aunque muchos, si no todos, los riesgos específicos de los fondos soberanos (por ejemplo, riesgos de cambio) están cubiertos, algunos riesgos soberanos específicos no pueden ser cubiertos. En vez de ello, el fondo soberano es, de hecho, la cobertura del soberano ante esos riesgos. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 157.

¹³⁶⁵ ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 157-158.

*riesgo potencial para el mercado*¹³⁶⁶

En cuanto a la transparencia, como señala ROSE, un importante número de comentaristas y políticos han expresado su preocupación por la falta de transparencia de los fondos soberanos. Según este autor, por "transparencia" de los fondos soberanos se entiende generalmente una descripción detallada de cosas tales como efectos de inversión, resultados, y posiciones¹³⁶⁷. Mientras en los países de acogida los responsables no dudan en mostrar su preocupación por la falta de transparencia¹³⁶⁸, los responsables de los fondos soberanos cuestionan los riesgos y las asimetrías que como inversores les puede ocasionar una transparencia excesiva¹³⁶⁹.

Como afirma ROSE, la polémica en torno a la transparencia de los fondos soberanos está indisolublemente unida a la diferencia entre las tradiciones políticas occidentales y las de algunos de los países de origen de los fondos soberanos¹³⁷⁰.

¹³⁶⁶ ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 158.

¹³⁶⁷ ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 158.

¹³⁶⁸ En 2007, en relación con la transparencia, el entonces presidente de la SEC, Christopher COX afirmaba en que *en muchos países industriales de hoy, la capacidad de los periodistas y los ciudadanos para indagar en los asuntos del gobierno, o para criticar la conducta del gobierno, es muy limitada. En algunos países, la crítica de las políticas del gobierno conduce a la cárcel, o cosas peores. ¿Es razonable esperar que mágicamente estos mismos gobiernos serán abiertos con los inversores? Esto plantea cuestiones importantes para los reguladores como la SEC, cuya misión incluye la protección del inversor. De hecho, cuando se trata de la transparencia, la trayectoria hasta la fecha de la mayoría de los fondos soberanos no inspira confianza.* COX, Christopher. *The Rise of Sovereign Business*. Gauer Distinguished Lecture in Law and Policy at the American Enterprise Institute Legal Center for the Public Interest. Washington, DC. 5 de diciembre de 2007.

¹³⁶⁹ Por ejemplo, en declaraciones al Financial Times, Lou Jiwei, director del CIC de China, afirmó: *“Vamos a aumentar la transparencia sin perjudicar los intereses comerciales de la CIC. Ello quiere decir que será un proceso gradual. La transparencia es un tema realmente complicado. Si somos transparentes en todo, los lobos nos comerán”.* ARNOLD, Martín. *China fund chief warns on “national security”* Financial Times. 11 de diciembre de 2007.

Unos días después el Director de la Kuwait Investment Authority, Bader Al-Sa'ad afirmó: *“estamos preocupados por lo que quieren decir cuando piden transparencia. ¿Tenemos que anunciar cada inversión antes de hacerla?”* SENDER, Henry. *Kuwaiti chief focuses on long-term opportunities.* Financial Times. 2 de enero de 2008.

¹³⁷⁰ *Gran parte de la resistencia a la transparencia exigida por las naciones occidentales de acogida*

Además esta dificultad se ve agravada cuando los fondos soberanos recurren a cauces de inversión que, por su naturaleza, no son plenamente transparentes como los hedge-funds¹³⁷¹.

Los Principios de Santiago tratan de atajar los problemas de transparencia sobre dos ejes, relativos a las comunicaciones básicas y la revelación de sus políticas de inversión. Las comunicaciones básicas se concretan en que “el informe anual y los estados financieros de las operaciones y el rendimiento del fondo soberano de inversión que se adjunten deben ser preparados de manera oportuna y de conformidad con las normas reconocidas de contabilidad internacionales o nacionales de manera coherente manera” (Principio 11); una auditoría “de acuerdo con las normas de auditoría internacionales o nacionales reconocidas” (Principio 12). Ahora bien, ROSE subraya

puede ser explicada por su asociación con los sistemas políticos occidentales. Los niveles de transparencia parecen estar relacionado con las tradiciones políticas del soberano. La transparencia que ofrece el fondo soberano de Noruega, por ejemplo, parece fluir de un compromiso con la transparencia como un valor social y político más que un deseo de evitar una mayor regulación por los países de acogida. En la inversión de fondos en beneficio de los ciudadanos, tales como planes de pensiones estatales, las democracias representativas suelen tener una tradición de regularse a sí mismas como fiduciarios de sus ciudadanos. Los planes de pensiones administrados por el gobierno en Estados Unidos, por ejemplo, proporcionan comunicaciones similares a los fiduciarios privados, en contraste con, por ejemplo, China, que no requiere de tales comunicaciones. Cuando un país no tiene una tradición de transparencia en su gestión política, es probable que las llamadas a la transparencia se encuentren con una fuerte resistencia. El concepto de comunicación de tipo fiduciario, que parece ser la expectativa unida a la transparencia, puede ser un concepto que para muchos soberanos aparezca ligado a los sistemas políticos democrático-representativos. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Págs. 159-160.

¹³⁷¹ *La preocupación por la transparencia puede verse agravada cuando los fondos soberanos inviertan a través de gestores de activos que no sean transparentes ellos mismos. Donde los hedge funds y firmas de capital riesgo no estén obligados por la normativa vigente a revelar información sobre sus principales inversores, los demás inversores no serán capaces de evaluar las actividades de los fondos soberanos. Si los fondos soberanos comienzan a explotar a los hedge funds como vehículos de inversión, entonces la justificación de una actitud de laissez-faire con respecto a la actividad del hedge fund puede tener que ser reevaluada. Tal vez más benignamente, algunos también ven la inversión a través de gestores de activos como un medio para adquirir el capital intelectual que ayudará a los fondos soberanos a convertirse en inversores aún más sofisticados. ROSE, Paul. Sovereigns as shareholders. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 159-160.*

que los Principios de Santiago también están muy por debajo de las revelaciones ofrecidas por los fondos soberanos más transparentes como el de Noruega. Por ejemplo, los Principios de Santiago exigen la divulgación de la asignación de activos en general, pero piden que los fondos soberanos revelen sus posiciones individuales de inversión¹³⁷².

Con relación a las políticas de inversión, los Principios de Santiago piden repetidamente a los fondos soberanos que den a conocer su política de inversión, en un esfuerzo para ofrecer garantías de que están invirtiendo según razones económicas y financieras (Principios 2, 4, 18.3 y 19.1). Ahora bien, para ROSE los Principios de Santiago de nuevo se quedan cortos a la hora de proporcionar la seguridad que deberían al no condenar la inversión no comercial. Por contra, los Principios de Santiago señalan que “si las decisiones de inversión están sujetas a otras consideraciones distintas que las económicas y financieras, éstas deben estar claramente establecidas en la política de inversión y divulgarse públicamente”.¹³⁷³

Finalmente, en cuanto a la responsabilidad, para ROSE afirmar que los fondos soberanos deben ser "responsables" es sólo el principio de un análisis. Se trata de determinar a quién debe rendir cuentas el fondo soberano, qué obligaciones tiene y cuáles son las consecuencias si se desvía de estas obligaciones.

La responsabilidad de los fondos soberanos está tratada en varios de los Principios de Santiago. Así, con relación al cumplimiento de la regulación país de acogida, el Principio 15 señala que "las operaciones de estos fondos y las actividades en los países de acogida deben llevarse a cabo cumpliendo con todos los requisitos regulatorios y de revelación aplicables en los países en los que operan", y el Principio 20 establece que "el fondo soberano no debe pedir ni aprovecharse de información privilegiada o influencia indebida por parte del gobierno en general en la competencia con entidades privadas". La rendición de cuentas interna se aborda en el GAPP 10, que establece que la el fondo debería crear un marco de rendición de cuentas en la “legislación pertinente, los estatutos, los demás documentos constitutivos, o el acuerdo

¹³⁷² ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 162.

¹³⁷³ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 162.

de gestión”. Sin embargo, ROSE advierte que el hecho de que los fondos soberanos son producto de muchos regímenes que no son democráticos plantea la cuestión de si la responsabilidad política interna por el mal manejo de muchos de los fondos soberanos existe¹³⁷⁴.

En palabras de GALLO, responsabilidad *no necesariamente implica la facultad de imponer sanciones formales. Por el contrario, cuando la rendición de cuentas se refiere a los fondos soberanos, lo que debe entenderse es a quién deben rendir cuentas los fondos soberanos y si hay consecuencias si su comportamiento no está en línea con las competencias de los distintos actores involucrados*¹³⁷⁵. Según ROSE, los fondos soberanos no son responsables de la misma manera que la mayoría de los fondos de inversión. A diferencia de los fondos administrados por inversores institucionales, los fondos soberanos no tienen deberes fiduciarios frente a beneficiarios identificables¹³⁷⁶.

Para GALLO¹³⁷⁷ existen al menos cuatro categorías de actores involucrados: los ciudadanos del país de origen del fondo soberano, que tienen un interés en la forma en que el gobierno invierte activos colectivos nacionales en el extranjero; las autoridades públicas del Estado; los participantes en el mercado que actúen en el ámbito financiero mundial; y las autoridades públicas y los ciudadanos del país de acogida.

¹³⁷⁴ ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 163-164.

¹³⁷⁵ GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 7.

¹³⁷⁶ Como advierte muy gráficamente, *en algunos casos, dependiendo de los objetivos del fondo, no está claro que tales beneficiarios sean todos los ciudadanos del país X, o tal vez algunos ciudadanos como los pensionistas. En cualquier caso, es posible que no haya ningún marco legal dentro del soberano a tenor del cual mantenga a los fondos soberanos como responsables como fiduciarios incluso si los beneficiarios están identificados. La responsabilidad es por lo tanto esencialmente política, en lugar de derivar de los deberes fiduciarios*. ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 163.

¹³⁷⁷ GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 7.

En el caso de los ciudadanos del país de origen, la responsabilidad es predominantemente política¹³⁷⁸. Sin embargo, frente a las autoridades públicas puede tener consecuencias jurídicas para los gestores¹³⁷⁹ y frente a los participantes en el mercado seguirá las reglas propias de éste¹³⁸⁰.

¹³⁷⁸ *En el caso del primer grupo de interesados, podemos hablar de rendición de cuentas interna, que se expresa en el plano político y cuyas consecuencias varían dependiendo de si el país en cuestión es democrático o no democrático y de acuerdo con la importancia de ciertas preocupaciones para el Estado. Por ejemplo, los ciudadanos de los países democráticos, mediante el mantenimiento de sus líderes políticos como responsables de lo que hacen, pueden rechazar, ya sea a través de sus representantes políticos o las elecciones, la decisión del gobierno con respecto a los fondos soberanos. En aquellos países en los que el respeto de los derechos fundamentales en el ámbito internacional se considera un tema muy delicado, el debate político ha llevado al gobierno a imponer la obligación de que sus fondos soberanos inviertan en cumplimiento de los estándares/normas éticas y ambientales: tal es el caso del GPFG noruego, que está obligado a realizar inversiones responsables, según las directrices de ética adoptadas por el Ministerio de Finanzas de Noruega. Estas directrices han pasado a formar parte de un sistema integrado de inversión responsable "que está destinado a servir como un conjunto de normas de calidad y de políticas legales que regulan el tipo de inversiones que el Fondo puede hacer". De hecho, se prohíben las inversiones en empresas que se dedican a determinadas actividades económicas, tales como las compañías que producen armas que por su uso normal pueden violar los principios humanitarios fundamentales, o los que producen o venden tabaco, armas u otros artículos de uso militar.* GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 7.

¹³⁷⁹ Así, GALLO señala que, en cuanto a las autoridades del país del fondo soberano, es decir, el segundo actor involucrado, las sanciones pueden ser impuestas solicitando y consiguiendo que los gestores del fondo renuncien cuando no están satisfechas con su política de inversión. Los gestores del fondo soberano pueden ser considerados generalmente responsables ante el legislativo, como en el caso tanto de la GPFG y la Autoridad de Inversiones de Kuwait, o ante una Junta, como en el caso del Fondo Futuro Australia. GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 7.

¹³⁸⁰ El tercer grupo de actores corresponde a las agencias de calificación de crédito que pueden evaluar las políticas de inversión del fondo, una evaluación basada en que otros operadores del mercado financiero pueden tomar sus decisiones. GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 8.

La cuestión más delicada es la relativa a las autoridades públicas y los ciudadanos del país de acogida. A este respecto señala GALLO que *la rendición de cuentas está estrechamente relacionada con la divulgación, dado que esas autoridades pueden tener en cuenta en sus decisiones tanto de patrones institucionales y como de gestión de mercado y, si es necesario, imponer una “sanción” al fondo soberano erigiendo una barrera proteccionista contra la entrada en el mercado nacional de ese país. Lo que hemos dicho en relación con el primer grupo de partes interesadas es válido también en este caso, ya que los fondos soberanos que tienen vínculos con países no democráticos en los que se viola el estado de derecho (por ejemplo, en términos de protección de los derechos humanos), o los fondos soberanos que se caracterizan por una grave falta de transparencia, no pueden ser muy bienvenidos*¹³⁸¹.

En efecto, como puntualiza ROSE, *la rendición de cuentas y la transparencia están estrechamente relacionadas, ya que la transparencia es un requisito previo a la rendición de cuentas. Si el fondo funciona de forma transparente, se vuelve más difícil para un administrador de un fondo soberano evitar preguntas sobre si invierte en compañías que contaminan, producen productos o servicios peligrosos o controvertidos o hacen negocios con países parias (asumiendo que los ciudadanos están, como en Noruega, preocupados estas cuestiones)*¹³⁸².

4.7.3.- Eficacia y valoración de los Principios de Santiago

Desde el punto de vista de sus efectos, los Principios de Santiago son, en principio, un instrumento de soft law y por tanto de carácter voluntario. En efecto, los Principios de Santiago son, como señala el propio documento, un conjunto de prácticas y principios voluntarios sujetos a las previsiones de los acuerdos intergubernamentales, y a los requisitos legales y regulatorios. En consecuencia, la aplicación de cada práctica

¹³⁸¹ GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014. Pág. 8.

¹³⁸² ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. pág. 163.

y principio se rige por el derecho del Estado de origen¹³⁸³.

Como advierte LINDBERG, *aunque los principios están diseñados por el miedo de los estados occidentales con respecto a los fondos soberanos, no hay método de ejecución legal o de tutela en virtud de estos principios, ya que son voluntarios. Sin embargo, los fondos soberanos les convendría, por supuesto, a cumplir con los Principios de Santiago con el fin de calmar los temores del Estado regulador*¹³⁸⁴. En la misma línea BACKER señala que *la incorporación de los Principios y Prácticas se deja a cada país respectivo, de conformidad con sus normas nacionales*¹³⁸⁵. De esta manera, *la adhesión a los principios está destinada a producir entidades relativamente fáciles de entender y transparentes u operaciones que imitan a una especie de modelo ideal de inversor privado. El efecto pretendido es asegurar a los Estados de acogida la ausencia de agendas políticas amenazantes afectadas por las actividades de inversión soberana. Así convencidos, la esperanza es evitar una legislación del estado de acogida que inhiba la inversión soberana*¹³⁸⁶.

La valoración que se ha hecho de los Principios de Santiago ha sido muy heterogénea. BERTIN DELACOUR indica que *el primer mérito de los Principios de Santiago es existir. Su adopción por el Grupo de Trabajo Internacional era un verdadero desafío, teniendo en cuenta la cultura del secreto de ciertos fondos soberanos y la gran diversidad en cuanto a su historia, sus recursos, sus objetivos, su estrategia, su marco de gobernanza, sus prácticas de gestión, sus visiones políticas y el nivel de desarrollo de su país de origen*¹³⁸⁷.

¹³⁸³ PRINCIPIOS SANTIAGO. Pág. 5.

¹³⁸⁴ LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 114.

¹³⁸⁵ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience.* Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 94-95.

¹³⁸⁶ BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience.* Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 94-95.

¹³⁸⁷ BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie*

En el análisis que publicó en 2010, Sven BEHRENDT fue muy crítico con los Principios de Santiago¹³⁸⁸. Señaló que *unos dieciocho meses después de la publicación de los Principios de Santiago, su aplicación es muy desigual. Un pequeño grupo de Fondos Soberanos, principalmente de los países democráticos, muestra un alto grado de compromiso con los principios. Un segundo grupo muestra una ejecución parcial, y un tercer grupo, principalmente de la región del Golfo Pérsico, aún no ha alcanzado los niveles satisfactorios de implementación*¹³⁸⁹.

En el primer grupo incluye el Superannuation Fund de Nueva Zelanda, el Future Fund australiano, el National Pension Reserve Fund de Irlanda y el Government Pension Fund de Noruega. Estas entidades proporcionan una información detallada y suficiente sobre sus objetivos de política, sus modalidades de gobernanza, sus modalidades de financiación y de retirada, su posición financiera, y la política general de inversión, incluida la información acerca de las consideraciones no financieras y no económicas que podrían influir en su comportamiento inversor¹³⁹⁰.

El segundo grupo incluiría el grueso de los de los fondos, y alcanzaría un nivel de cumplimiento de aproximadamente el 60 por ciento. Este grupo representa un 50% de los activos totales bajo gestión de los firmantes de los Principios. Todos proporcionan al menos la información básica que cubre la mayor parte de los Principios. La mayoría de los fondos de este grupo están luchando para explicar de manera convincente cómo el sistema de pesos y contrapesos protege a los fondos de las consideraciones políticas tácticas de sus gobiernos¹³⁹¹.

mondiale. Eyrolles. Paris: 2009. Págs. 169-170.

¹³⁸⁸ BEHRENDT, Sven. *Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where do They Stand?* Carnegie Paper No. 22. Washington, DC: Carnegie Endowment for International Peace, May 2010.

¹³⁸⁹ BEHRENDT, Sven. *Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where do They Stand?* Carnegie Paper No. 22. Washington, DC: Carnegie Endowment for International Peace, May 2010. Pág. 1.

¹³⁹⁰ BEHRENDT, Sven. *Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where do They Stand?* Carnegie Paper No. 22. Washington, DC: Carnegie Endowment for International Peace, May 2010. Pág. 6-

¹³⁹¹ BEHRENDT, Sven. *Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where do They Stand?*

El tercer grupo incluye a los dos fondos rusos (el Fondo Nacional de Riqueza y el Fondo de Reserva), la Autoridad de Inversiones de Kuwait, y la Autoridad de Inversiones de Qatar. Este grupo representa un 20% de los activos totales bajo la gestión de los fondos soberanos. Estas instituciones proporcionan una información rudimentaria acerca de cómo cumplen los Principios de Santiago. Esto es sorprendente, ya que las cuatro entidades han llamado una considerable atención del público¹³⁹². Por último, habría un grupo que incluye fondos de los que sólo podían obtenerse datos muy limitados o inexistentes¹³⁹³.

TRUMAN por el contrario realiza una valoración relativamente positiva de los Principios de Santiago, si bien admite que no son más que un “primer paso”¹³⁹⁴. En 2008 TRUMAN señaló que el éxito de los trabajos del grupo de trabajo debía evaluarse con base en tres test: 1) Test de Cobertura. Si las prácticas y principios cubren sustancialmente el marcador propuesto por este autor. 2) Test participación. Se trata de verificar si las prácticas y principios son aceptadas por prácticamente todos los países con grandes fondos soberanos. 3) Grado de cumplimiento por parte de los países que aceptan las prácticas y principios¹³⁹⁵.

Carnegie Paper No. 22. Washington, DC: Carnegie Endowment for International Peace, May 2010. Pág. 7.

¹³⁹² Recuerda BEHRENDT que *Rusia podría haber tenido la tentación de utilizar sus activos para favorecer sus ambiciones geopolíticas. El gobierno de Qatar ha utilizado QIA para fortalecer sus lazos políticos con Europa y para seleccionar economías emergentes. KIA ha estado bajo presión interna considerable sobre el valor de sus inversiones extranjeras, así como su papel en la estabilización de la economía nacional de Kuwait.* BEHRENDT, Sven. *Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where do They Stand?* Carnegie Paper No. 22. Washington, DC: Carnegie Endowment for International Peace, May 2010. Pág. 7.

¹³⁹³ BEHRENDT, Sven. *Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where do They Stand?* Carnegie Paper No. 22. Washington, DC: Carnegie Endowment for International Peace, May 2010. Pág. 7.

¹³⁹⁴ TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation?* Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010. Págs. 124 y ss.

¹³⁹⁵ TRUMAN, Edwin M. *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices.* Policy Brief 08-3 (Abril). Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2008. Págs. 13 y ss.

Respecto al test de cobertura, los Principios de Santiago cubren 25 de los 33 elementos que TRUMAN catalogó en su marcador de 2008. Aunque los Principios sean un buen primer paso, no son tan comprehensivos y robustos como deberían en términos de rendición de cuentas y transparencia pública. Además, destaca la falta de información pública a través de la regla “cumpla o explique”¹³⁹⁶. En cuanto al test de participación, TRUMAN destaca que los veintitrés miembros el Grupo Internacional de Trabajo cubren un porcentaje significativo de las entidades catalogadas como fondo soberano¹³⁹⁷. Finalmente, por lo que se refiere al grado de cumplimiento, los resultados serían para TRUMAN mejorables. El cumplimiento siempre ha sido desigual, pero los propios Principios de Santiago afirman que los miembros del Grupo o bien los han implementado o “aspiran” a implementarlos. Ahora bien, señala que desde 2009 el cumplimiento ha ido mejorando de manera progresiva¹³⁹⁸. Por ello concluye que, lo que es importante es que la ejecución, o cumplimiento, ha ido mejorando progresivamente, incluso espectacularmente para algunos de los fondos. *Dieciocho meses después de la publicación de los principios de Santiago ha habido un progreso. Y lo que es más importante, el progreso continúa*¹³⁹⁹.

El principal problema es la responsabilidad y transparencia de los fondos soberanos y su reflejo en los Principios de Santiago. Independientemente de los principios con arreglo a los cuales actúen, los fondos soberanos son entidades políticas en atención a su titularidad. Esta mera circunstancia pone de manifiesto lo delicado de la información que respecto de los mismos se revele. Así se refleja en el discurso que Al-Suwaidi dirigió al Comité Monetario y Financiero Internacional el 11 de octubre de

¹³⁹⁶ TRUMAN, Edwin M. Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation? Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010.. Pág. 125.

¹³⁹⁷ TRUMAN, Edwin M. Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation? Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010.. Pág. 124. TRUMAN cataloga a 2009 un total de 83 fondos soberanos de 54 países, que acumulan activos por importe de 492.000 millones de dólares, de los cuales 59.000 son activos extranjeros. Los 23 miembros del Grupo Internacional de Trabajo englobaría el 61% y 71% respectivamente de esas cifras.

¹³⁹⁸ TRUMAN, Edwin M. Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation? Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010.. Págs. 133-134.

¹³⁹⁹ TRUMAN, Edwin M. Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation? Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010.. Pág. 134.

2008 para presentar los principios: *La responsabilidad y la transparencia son elementos clave de los Principios de Santiago. Los miembros del Grupo de Trabajo Internacional han reafirmado su compromiso con la apertura y la divulgación de los propietarios de los fondos soberanos, y también con proporcionar información a los reguladores de los países receptores y divulgar lo que corresponda según las leyes y regulaciones locales. Los miembros del Grupo de Trabajo Intenacional también han acordado publicar la información financiera relevante, lo que demuestra la orientación económica y financiera de las operaciones de inversión de los fondos soberanos*¹⁴⁰⁰.

Por tanto, Al-Suwaidi reconoce la importancia de la responsabilidad y transparencia para demostrar la orientación financiera y económica de las operaciones. Sin embargo, debe subrayarse que marca tres niveles distintos de transparencia: los propietarios, los reguladores de los países receptores y el público en general como categorías separadas.

Respecto del concreto contenido de las informaciones que se deben publicar también se aprecia el carácter político de los fondos soberanos. En primer lugar, debemos subrayar con TRUMAN¹⁴⁰¹ el hecho de que no existe ninguna recomendación respecto a la publicidad del tamaño del fondo para que el mercado y los expertos puedan efectuar cálculos. En segundo lugar, el propio principio 19 señala en el subprincipio 1 que *si las decisiones de inversión están sujetas a otras consideraciones fuera de las económico-financieras, estas deben exponerse claramente en la política de inversión y divulgarse al público.*

En cuanto a las preocupaciones de índole política respecto a la soberanía del Estado receptor se concretan en tres: inversiones basadas en principios económicos, respeto a las leyes del Estado receptor y competición limpia con el sector privado. Los principios de Santiago garantizan según TRUMAN las dos últimas, pero no la primera.

Los Principios de Santiago son evidentemente una solución de compromiso.

¹⁴⁰⁰ Statement by H.E. Hamad Al Hurr Al-Suwaidi, Co-chair of the IWG .Meeting of the International Monetary and Financial Committee. Washington, D.C., October 11, 2008

¹⁴⁰¹ TRUMAN, Edwin M. Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation? Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010.. Pág. 135.

Como señala BACKER, *a pesar de estas diferencias, los Principios y Prácticas Generalmente Aceptados, o Principios de Santiago, ofrecen un marco modelo a los fondos soberanos y sus órganos de gobierno para asegurar que los fondos soberanos siguen siendo una fuerza estabilizadora en los mercados financieros, independientemente de dónde se encuentran estos mercados. En sus propias palabras, el Grupo de Trabajo describe el propósito de los Principios como "identificar un marco de principios y prácticas generalmente aceptados que reflejen adecuadamente la gobernanza adecuada, la rendición de cuentas y los acuerdos, así como la realización de prácticas de inversión de los fondos soberanos con una base prudente y sensata". Además de asegurar que estos principios se logran, los Principios también esperan que los fondos soberanos "seguirán trayendo beneficios económicos y financieros para los países de origen, y el sistema financiero internacional". Mediante la promulgación de los Principios, el Grupo Internacional de Trabajo intentó "contribuir a la estabilidad del sistema financiero global, reducir las presiones proteccionistas, y ayudar a mantener un clima de inversión abierto y estable"*¹⁴⁰².

BASSAN señala que los Principios de Santiago presentan cinco puntos débiles. El primero es su enfoque, ya que la definición que proponen contiene una exclusión de una serie de entidades y finalidades que compromete la fiabilidad del código en su conjunto. El segundo punto sería su carácter voluntario, ya que no prevé ningún tipo de sanciones en caso de violación. El tercero, se refiere a la ausencia de un organismo supervisor que controle la observancia de los principios en los Estados que los han adoptado. El cuarto, por su parte, es el relativo a las normas del Estado de acogida que debe cumplir el fondo soberano, lo que puede conllevar conflictos en la aplicación de los principios. Por último, no se incluye ningún caso excepcional, ni ningún procedimiento para justificar una suspensión temporal de los principios¹⁴⁰³.

Respecto al contenido concreto BASSAN apunta igualmente cinco limitaciones. La primera es el carácter reduccionista de la definición. La segunda es que la mayoría

¹⁴⁰² BACKER, Larry Catá. Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Pág. 94.

¹⁴⁰³ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Págs. 46-48.

de los principios que exigen una revelación general de información no dan indicaciones respecto del cómo y el cuándo. La tercera, es que la vaguedad de los principios evidencia que son un mero compromiso y limita la eficacia de muchas de sus previsiones. En cuarto lugar, las reglas parecen confundir varios aspectos del problema a nivel interno y externo; las reglas no se aplican a las inversiones internas y respecto de las externas se remiten a las obligaciones internacionales que, mayoritariamente, se dirigen más al Estado de acogida que al de origen, en atención a que los acuerdos multilaterales que las contienen se aprobaron en un contexto muy distinto al actual. Finalmente, subraya que desde el punto de vista de la gobernanza, el código establece la responsabilidad del fondo respecto a sus propietarios, de acuerdo con las normas del Estado de origen y el de acogida; esta circunstancia reviste una importancia singular en la medida en que, al tratarse de fondos públicos, puede inducir a los gestores a comportarse inadecuadamente basándose en la naturaleza soberana del fondo. Esta última crítica es especialmente delicada en la medida en la que plantea uno de los aspectos menos claros del código: quién es responsable por qué y ante quién. Si la responsabilidad recae sobre el estado, puede invocar su inmunidad en la medida en la que se trata de una función estatal¹⁴⁰⁴.

El principal problema de los Principios de Santiago es, como advierte LINDBERG, su control ya que, en principio, no existen instrumentos para hacer efectiva su implementación. En definitiva, plantean un problema de riesgo moral, en la medida en que la falta de cumplimiento no arroja otras consecuencias que las puramente financieras¹⁴⁰⁵.

¹⁴⁰⁴ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Págs. 50-52.

¹⁴⁰⁵ *El control de los Principios de Santiago sería una tarea ingente. A pesar de que los Principios de Santiago aparentemente alivian muchos de los miedos que los reguladores tienen respecto de los fondos soberanos, habría grandes dificultades en la aplicación de estas regulaciones. Dado que los Principios de Santiago son sólo de carácter voluntario, no obligan a los gestores de los fondos soberanos a divulgar la totalidad de sus participaciones o sus estrategias de inversión. Sin recursos legales, la tentación para un administrador de un fondo soberano de no revelar completamente la naturaleza o la estrategia de un fondo en particular sería grande. Es más, los estados a menudo cumplen con las leyes y normas internacionales por temor a dañar su reputación en el extranjero. Este temor, sin embargo, no fuerza el cumplimiento de los Principios de Santiago. Como tal, los estados no tienen que preocuparse “por los*

En este sentido, los fondos soberanos plantean un problema novedoso en las relaciones económicas de poder entre los Estados como acertadamente ha subrayado ROSE. En otros ámbitos del Derecho Económico Internacional existen cauces de solución de controversias, como es el caso de las disputas arancelarias o las reclamaciones frente a prácticas comerciales desleales ante la Organización Mundial de Comercio. Por ello este autor parte de la necesidad de arbitrar mecanismos de solución de estas controversias, como instrumento de resolución de controversias que sirvan de contrapeso a las tensiones económicas, financieras y políticas que plantea la creciente interferencia de los inversores soberanos en la economía financiera de los países de acogida¹⁴⁰⁶.

efectos para la reputación de sus inversiones, sólo las consecuencias financieras”. LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Pág. 114

¹⁴⁰⁶ [...] los fondos soberanos y sus dueños soberanos están sujetos a una potencial rendición de cuentas externa de tipo político en el mismo sentido que un soberano es políticamente responsable de otro tipo de actividades que implican a entidades soberanas extranjeras. Sin embargo, una diferencia importante entre la actividad de un fondo soberano y otros tipos de actividad económica entre soberanos, como las controversias arancelarias, es que hay procedimientos internacionales de solución de controversias para resolver las disputas entre soberanos relativas a estas actividades económicas. Las prácticas desleales de comercio se resuelven a través de los procedimientos establecidos en los acuerdos de la Organización Mundial del Comercio que se negocian entre las naciones y están ratificados por los respectivos órganos legislativos de los países. Por el contrario, las cuestiones planteadas por los fondos soberanos de inversión son competencia de cada país, ya sea a través de su propia legislación o por medio de una variedad de esquemas regulatorios. Por lo tanto, para ayudar a evitar la posibilidad de un conflicto político resultante de los fondos soberanos, los soberanos patrocinadores y los países de acogida deben comenzar a abordar los procedimientos de resolución de disputas de inversiones soberanas. Además, como se señaló anteriormente, muchos países de acogida no pueden ser capaces de protegerse a sí mismos sin ese mecanismo. Incluso para las economías desarrolladas, como Estados Unidos, que puede poseer el poder político y económico para castigar a otro soberano por el uso político de un fondo soberano, una represalia política apresurada es poco probable que produzca un resultado óptimo política o económicamente. Además, el poder económico y político del que dicha represalia depende se vuelve cada vez más frágil a medida que los fondos soberanos ganen más poder económico a través de nuestros mercados de capitales. El poder económico se relaciona con el poder político, y los controles políticos sobre los fondos soberanos se vuelven más débiles a medida que los fondos soberanos se

Por ello, el propio BASSAN en su estudio parte del principio de subsidiariedad, en la medida en que su objetivo es sugerir una forma de regulación donde se precise y en la medida en que sea necesaria. De esta manera, considera que los Principios de Santiago constituyen una referencia para evaluar la necesidad de una intervención legislativa, tanto en el ámbito interno como en el internacional¹⁴⁰⁷.

La primera recomendación que hace es la relativa a la utilización en el derecho interno de los Principios de Santiago en una norma vinculante o, al menos, disuasoria. A su juicio, las medidas restrictivas del Estado de acogida sólo deberían aplicarse a aquellos fondos que no cumplieren el código ético de conducta. De este modo se induciría a los fondos soberanos que inviertan en el extranjero a ajustarse a los principios y, a los que no lo hagan, a que se ciñan a su ámbito interno o regiones de referencia¹⁴⁰⁸.

El segundo instrumento que sugiere es emplear los Principios como referencia en los tratados bilaterales de inversión. Por un lado, propone limitar las cláusulas de protección de los intereses de seguridad nacional a los fondos que incumplan el código y, por otro, hacer referencia a los Principios como obligaciones vinculantes¹⁴⁰⁹.

convierten en los mecenas financieros más importantes de las empresas de los Estados Unidos. Un puñado de inversiones de varios miles de millones pueden ser fácilmente asumidas en mercados de capitales con un valor de casi 22 mil millones de dólares. Pero miles de millones de dólares de inversiones de un fondo soberano, aunque se presenten en participaciones minoritarias muy dispersas, ponen a prueba la capacidad del CFIUS y otros reguladores para supervisar la actividad del fondo soberano. ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. North Carolina Law Review, Vol. 87, Fall 2008. Págs. 164-165.

¹⁴⁰⁷ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 52.

¹⁴⁰⁸ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 53.

¹⁴⁰⁹ BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011. Pág. 54.

5.- Conclusiones.

Los últimos cuarenta años han sido el escenario de un cambio profundo en el paradigma de la concepción del Estado, sus funciones y la forma en que debe ordenar la convivencia. El final de la Guerra Fría alteró sustancialmente el sistema de equilibrios de poder político y económico al que estábamos acostumbrados. En particular, el aspecto económico ha alcanzado una importancia predominante en comparación con etapas anteriores. Uno de los fenómenos respecto de los cuales se aprecia con más intensidad es las inversiones extranjeras.

El control de las inversiones extranjeras en territorio nacional es, junto con la fiscalidad, una de las más claras expresiones de la soberanía estatal. Una de las características principales del actual proceso de globalización económica es el aspecto financiero. La desregulación y la globalización de los movimientos de capital, junto con el desarrollo de las telecomunicaciones, han transformado profundamente los mercados financieros internacionales. Ello explica que los mercados de capitales hayan pasado a un primer plano en la economía y la dirección de la política de los Estados.

El actual proceso de globalización presenta una característica que lo distingue claramente de los anteriores procesos de internacionalización económica que se han sucedido en la historia. El cambio no se ha limitado a un sensible incremento en las inversiones extranjeras, tanto inversiones de cartera como inversiones directas. Se ha producido un cambio estructural en los flujos internacionales de inversiones, que han dejado de ser unilaterales, es decir, de los países industrializados hacia los países en desarrollo, a ser bilaterales. En particular, cada vez es más común que se produzcan flujos de inversión directa procedentes de países en desarrollo a los países occidentales.

En particular, el proceso de globalización que se inició a finales del siglo XX se caracteriza por la irrupción en el panorama geoeconómico de nuevas potencias emergentes. El ejemplo más señalado es el protagonismo que están desempeñado la República Popular China y ciertos países árabes en atención a la riqueza que obtienen de sus recursos naturales. Estas potencias presentan importantes singularidades por las

diferencias culturales, políticas y sociales que tienen en comparación con las sociedades occidentales. Como fenómeno asociado a ese mayor protagonismo, han proliferado los denominados fondos soberanos de inversión, es decir, fondos controlados directa o indirectamente por estos países y que actúan como inversores institucionales en los mercados de capitales globales.

La oscilación de las relaciones de fuerza económica en favor de los países emergentes evidencian una penetración más fuerte en las economías desarrolladas por esos países. Demuestra también la modificación de las relaciones de propiedad en el mundo: los países emergentes ya no son sólo los acreedores de los países occidentales, sino que acceden al estatuto de propietarios de activos. Las consecuencias de este fenómeno en el panorama geopolítico y geoconómico son de primer orden.

Debemos tener presente que la inversión extranjera es uno de los instrumentos más eficaces de poder blando en el panorama económico. La inversión extranjera es una fuente de poder e influencia, en suma, una capacidad reforzada para actuar. La inversión extranjera puede ser de cartera o directa. La inversión de cartera tiene una mera finalidad financiera, ya que busca obtener rendimientos sin controlar la gestión de los negocios. Por el contrario, la inversión directa implica el propósito de controlar esos activos. Esta segunda categoría supone una mayor influencia e implicación del inversor en el estado de acogida.

La distinción entre ambas categorías es contingente, en el sentido de que no puede definirse un umbral fijo de participación en el capital para apreciar la existencia de ese control. Dependerá de las circunstancias de la empresa, del sector y del marco regulatorio establecido en cada caso. Además ambas categorías están relacionadas, en la medida en que el valor de las inversiones de cartera está influido por la existencia de un mercado de control corporativo. Cuando no existe un mercado potencial para el control de las empresas, los accionistas se ven privados de la oportunidad de deshacerse de sus inversiones de cartera aprovechando la prima de control que les ofrezca el eventual adquirente.

El aumento de la inversión extranjera es una consecuencia de la lógica competitiva que informa la globalización económica. Supone una transferencia de

tecnologías y técnicas de gestión, así como la generación de presiones competitivas y de imitación que benefician a todos los países afectados. Por ello, todas las economías desarrolladas, singularmente los Estados Unidos y la Unión Europea, han apostado decididamente por una liberalización de los flujos de capitales.

Sin embargo, esa penetración en la economía extranjera, en la medida en que altera las relaciones de poder económico, es un foco de conflictos de intereses. En primer lugar, la titularidad extranjera de los factores de producción en la política económica genera una dependencia con el país de origen. En segundo lugar, debe tenerse presente la influencia política de las empresas extranjeras. Por último, el relativo a la incidencia real de la presencia extranjera en la transferencia de informaciones y tecnologías.

Así, se señalan al respecto tres amenazas sustanciales en el caso de los Estados Unidos. Para empezar, la potencial adquisición podría hacer a los Estados Unidos dependientes de un proveedor de bienes o servicios bajo control extranjero que podría retrasar, negar o someter a condiciones ese suministro. A continuación, la inversión podría permitir la transferencia de tecnología o conocimientos a una entidad bajo control extranjero o a su gobierno y podrían utilizarlos de una manera dañina para los intereses nacionales de los Estados Unidos. Finalmente, podría permitir la inserción de medios de infiltración, seguimiento, o sabotaje, tanto por agentes humanos como no humanos, en bienes o servicios cruciales para el funcionamiento de la economía americana.

Los Estados Unidos han tenido una tradición de control de la inversión extranjera que se remonta a la Primera Guerra Mundial. Fruto de ella existe un catálogo de normas sectoriales que prohíben o limitan las inversiones extranjeras en determinados sectores que podríamos considerar estratégicos. En la Segunda Guerra Mundial también emplearon los instrumentos propios del Derecho de la Competencia para controlar las inversiones de los cárteles nazis en los Estados Unidos.

En la actualidad, la norma más significativa es la denominada Enmienda Exon-Florio de 1988 que establece un procedimiento de control de las inversiones extranjeras por razones de seguridad nacional. Su origen se remonta a los años 80 cuando la

inversión japonesa alcanzó una importante relevancia en la economía norteamericana. Fue reformada en 1991 para incluir un control específico en el caso de inversores soberanos y en 2007 por la Foreign Investment and National Security Act.

El canon de control se articula en torno a tres conceptos jurídicos indeterminados como son la seguridad nacional, la infraestructura crítica y la ausencia de otros medios que mitiguen el riesgo. Desde el punto competencial la revisión corresponde a un órgano interdepartamental denominado Committee on Foreign Investment in the United States. En cuanto al procedimiento se estructura en las siguientes fases:

- Revisión inicial de 30 días desde la recepción de la solicitud.
- Período de investigación de 45 días para las transacciones que precisen una revisión adicional. La revisión es necesaria si la transacción amenaza con perjudicar la seguridad nacional y la amenaza no se ha mitigado durante la revisión inicial; si la transacción está controlada por un gobierno extranjero; o si la transacción determinará el control de una infraestructura crítica por un extranjero y puede perjudicar a la seguridad nacional, sin que el perjuicio haya sido mitigado o si a propuesta de la agencia gubernamental que dirige la investigación se considera que es necesaria la investigación.
- Informe formal al Presidente.
- Decisión del Presidente en plazo de 15 días desde la recepción del informe, que no está sujeta a revisión judicial.

Se trata de un procedimiento reservado y flexible, que la mayoría de las veces se materializa en los denominados “acuerdos de mitigación” por los cuales el inversor extranjero asume el compromiso de aceptar determinadas restricciones (v.gr. nombramiento de administradores, ubicación de activos, compromisos de seguridad, etc.) y sólo ha dado lugar a dos vetos presidenciales en la historia. Desde el punto de vista institucional plantea ciertos problemas en cuanto a su control parlamentario y judicial. En este sentido, debe resaltarse que los Tribunales americanos han reconocido derechos formales a los inversores en la conocida Sentencia Ralls.

La valoración del sistema de la enmienda Exon-Florio es compleja. Se ha

criticado que genera inseguridad jurídica, que tiene riesgos de politización y proteccionismo y que aumenta los costes de transacción. De hecho, en los Estados Unidos han proliferado las firmas de abogados especializadas en el asesoramiento a los inversores. Sin embargo, su flexibilidad se ha revelado como un instrumento muy útil y valorado por su eficacia. De hecho, son diversos los países que han adoptado ese modelo. En el caso de la Unión Europea podemos destacar el caso de Francia y Alemania.

La inserción de esos modelos en la arquitectura del Derecho de la Unión no es sencilla. El proceso de integración se diseñó desde su origen como instrumento para aliviar las tensiones proteccionistas y geoeconómicas que desde mediados del siglo XIX habían generado un rosario de conflictos bélicos que enfrentaban a Francia y Alemania por el control de los medios de producción. Desde la constitución de la CECA, el proyecto europeo contaba con un marco institucional y jurídico que, a través de un Mercado Interior caracterizado por la libre circulación de los factores de producción y la garantía de una competencia efectiva ha permitido un largo período de paz y prosperidad. Sin embargo, la apertura de la libre circulación de capitales a terceros países que se consolidó con el Tratado de Maastricht plantea las limitaciones de este modelo.

En principio la inversión extranjera se encuentra amparada por la libre circulación de capitales. Sin embargo, en el caso de la inversión extranjera directa puede ser también de aplicación el derecho de establecimiento. Esta circunstancia genera ciertas disfunciones, en la medida en que la libre circulación de capitales, desde el Tratado de Maastricht no se limita al Mercado Interior, sino que se extiende también a las inversiones procedentes de terceros Estados. No obstante, el Tribunal de Justicia ha sido muy cuidadoso al evitar fijar umbrales concretos que permitan distinguir la inversión directa de la inversión de cartera. Se trata de una noción contingente en función de las circunstancias específicas del caso.

La referencia en esta evaluación son los casos de la acción de oro resueltos por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea por dos razones¹⁴¹⁰. En primer lugar, porque

¹⁴¹⁰ Frente a la opinión de otros autores, a nuestro juicio la totalidad de la saga está integrada por las

el contenido de las llamadas acciones de oro se corresponde con las medidas que típicamente se suelen adoptar en el marco de los acuerdos de mitigación en el procedimiento del CFIUS. Por otro, porque en ellos se aprecia que el Tratado permite adoptar medidas de seguridad económica, siempre que no persigan fines proteccionistas y sean proporcionadas.

En cualquier caso, existe una fragmentación de medidas nacionales que hace cuestionarse la necesidad de medidas coordinadas entre los Estados miembros. Sin embargo, en el actual estadio del proceso de integración y teniendo en cuenta que el mantenimiento de la seguridad es competencia de los Estados miembros no es fácil. Por ello, la Comisión, con una utilización coordinada del recurso de incumplimiento basado en la libre circulación de capitales y de establecimiento y del Reglamento Comunitario de Concentraciones ha diseñado una política de control de las tensiones proteccionistas.

Esta circunstancia hace que las numerosas Sentencias que desde finales del siglo XX ha dictado el Tribunal de Justicia sobre la acción de oro, de manera individual, ofrezcan una imagen fragmentaria. Por eso, hay que completar el análisis con la jurisprudencia no sólo en materia de concentraciones¹⁴¹¹. En primer lugar, en materia del Derecho de Propiedad, la Sentencia *Essent*¹⁴¹², dictada por la Gran Sala, permite apreciar que la *ratio decidendi* en última instancia de la jurisprudencia de la acción de oro es atajar tensiones proteccionistas entre los Estados miembros. Desde esta óptica, la doctrina del Tribunal cobra pleno sentido y demuestra su coherencia con los principios básicos que han informado el proceso de integración desde sus comienzos. Además, al

Sentencias Comisión/Italia, C-58/99, EU:C:2000:280; Comisión/Portugal, C-367/98, EU:C:2002:326; Comisión/Francia, C-483/99, EU:C:2002:327; Comisión/Bélgica, C-503/99, EU:C:2002:328; Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272; Comisión/Reino Unido, C-98/01, EU:C:2003:273; Comisión/Italia, C-174/04, EU:C:2005:350; Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, EU:C:2006:608; Comisión/ Alemania, C-112/05, EU:C:2007:623. Sentencia *Federconsumatori* y otros, C-463/04 y C-464/04, EU:C:2007:752; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428; Comisión/Italia, C-326/07, EU:C:2009:193; Comisión/Portugal, C-171/08, EU:C:2010:412; Comisión/Portugal, C-543/08, EU:C:2010:669; Comisión/Portugal, C-212/09, EU:C:2011:717; Comisión/Grecia, C-244/11, EU:C:2012:694.

¹⁴¹¹ Sentencias Portugal/Comisión, C-42/01, EU:C:2004:379; y Comisión/España, C-196/07, EU:C:2008:146.

¹⁴¹² Sentencia *Essent* y otros, C-105/12 a C-107/12, EU:C:2013:677.

hilo de estas cuestiones la jurisprudencia del Tribunal EFTA, poco estudiada en general en España, ofrece conclusiones de especial interés no sólo en el marco del derecho de propiedad¹⁴¹³, sino también en los aspectos económicos de la seguridad pública¹⁴¹⁴.

En cuanto a los terceros Estados, ante las limitaciones de la jurisprudencia de la acción de oro, hemos demostrado que la jurisprudencia en materia de fiscalidad, fundamentalmente las Sentencias *Test Claimants in the FII Group Litigation II*¹⁴¹⁵, *Kronos*¹⁴¹⁶ y *Emerging Markets*¹⁴¹⁷, ofrecen interesantes posibilidades. A nuestro modo de ver, el paralelismo es fácil de trazar en la medida en que el poder tributario es una de las más claras manifestaciones de la soberanía económica de los Estados. Esa jurisprudencia nos ha permitido alcanzar dos conclusiones.

Por un lado, hemos puesto de manifiesto que en el caso de terceros Estados es posible limitar el acceso al Mercado Interior mediante medidas dirigidas a restringir el establecimiento, corrigiendo así los posibles excesos de una aplicación extensiva e irracional de la libre circulación de capitales. No hay que olvidar que la libre circulación de capitales respecto de terceros Estados no forma parte del Mercado Interior. El Mercado Interior tiene una finalidad axiológica clara desde la Declaración Schuman y es ajena a terceros. Las relaciones económicas con esos países se desenvuelven en un contexto diferente y no resulta razonable extender los principios de acceso al mercado más allá de los participantes en el Mercado Interior.

Por otro lado, desde el punto de vista de las restricciones de capitales, el diferente contexto en que se mueven los flujos de inversión puede permitir, desde el punto de vista del principio de proporcionalidad, adoptar restricciones más severas a la inversión extranjera procedente de terceros Estados. El test de proporcionalidad en esa tesitura implica que se debe examinar si existen obligaciones convencionales con el tercer estado que establecen un marco jurídico común análogo al del Mercado Interior.

¹⁴¹³ Case E-2/06 EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway [2007] Rep. 164

¹⁴¹⁴ Case E-9/11, EFTA Surveillance Authority v. The Kingdom of Norway [2012] Rep. 442.

¹⁴¹⁵ Sentencia *Test Claimants in the FII Group Litigation*, C-35/11, EU:C:2012:707.

¹⁴¹⁶ Sentencia *Kronos International*, C-47/12, EU:C:2014:2200.

¹⁴¹⁷ Sentencia *Emerging Markets Series of DFA Investment Trust Company*, C-190/12, EU:C:2014:249.

Por consiguiente, podemos concluir que la jurisprudencia del Tribunal de Justicia permite un margen para que los Estados miembros adopten medidas tendentes a garantizar su seguridad económica.

Nuestro enfoque queda corroborado, en primer lugar por el Derecho Derivado, en particular en materia energética¹⁴¹⁸. Las cláusulas que contienen respecto de terceros Estados son la prueba más evidente de que sólo si hay un contexto comparable, el test de proporcionalidad puede ser el mismo. Además ello explica que la Comisión no se haya atrevido a cuestionar ante el Tribunal de Justicia normas nacionales como la Ley de Comercio Exterior alemana¹⁴¹⁹ y la normativa francesa contenida en la Ley de 9 de diciembre de 2004¹⁴²⁰ y el Decreto de 30 de diciembre de 2005¹⁴²¹, cuyo contenido se encuentra recogido en el *Code monétaire et financier*¹⁴²².

Con respecto de los terceros Estados, los países tradicionalmente considerados como menos desarrollados están exportando capitales, no sólo materias primas. Además, el intercambio de flujos no es simétrico, ya que los nuevos flujos no sólo están formados por inversión privada, como sucede en muchos países desarrollados. Los datos ponen de manifiesto una creciente presencia de inversiones estatales. Por consiguiente, no hay una separación claramente delimitada entre los estados que realizan la inversión extranjera con fondos específicos (estados de origen) y los estados cuyas empresas nacionales son los destinatarios de las inversiones extranjeras (estados de acogida). El ejemplo más claro de este fenómeno son los denominados fondos

¹⁴¹⁸ Cfr. Considerando 25º y artículo 11 de la Directiva 2009/72/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre normas comunes para el mercado interior de la electricidad y por la que se deroga la Directiva 2003/54/CE; DO L 211 de 14.8.2009, p. 55/93.

En la misma línea, Considerandos 22º, 35º y 37º y artículo 11 de la Directiva 2009/73/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre normas comunes para el mercado interior del gas natural y por la que se deroga la Directiva 2003/55/CE; DO L 211 de 14.8.2009, p. 94/136.

¹⁴¹⁹ *Auflerwirtschaftsgesetz*.

¹⁴²⁰ Loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit.

¹⁴²¹ Décret n°2005-1739 du 30 décembre 2005 réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'article L. 151-3 du code monétaire et financier.

¹⁴²² Las citas las hacemos por la versión consolidada disponible en https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=55A374393D4B4C6A94B612F47A9C7BA3.tp.dila11v_2?cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20160214.

soberanos de inversión.

Cuando la relación inversora trasciende las fronteras, tanto en el caso de los fondos soberanos como de las empresas, empiezan a difuminarse las fronteras entre lo público y lo privado, entre los propósitos soberanos y los comerciales. Como consecuencia de los desequilibrios de los flujos de inversión algunos países se han convertido en acumuladores de riqueza nacional económica, cuyo poder iguala o excede su poder soberano tradicional.

A finales del siglo XIX, las grandes acumulaciones de riqueza privada generaron una fuente de poder económico que comprometía la soberanía del Estado y la libertad de los ciudadanos. La lucha contra este fenómeno supuso la consolidación del Derecho de la Competencia como un medio de garantizar la convivencia en libertad. En la actualidad, el problema lo plantea la usurpación de poder privado económico por actores públicos extranjeros que actúan de manera transfronteriza. Esta usurpación, toma la forma de inversión soberana a través de los instrumentos del comercio privado en competencia directa con actores privados, e invierte la lógica de las jerarquías, distinciones y confrontaciones tradicionales entre poder público y privado.

Ello plantea el problema de si existe un inversor privado ideal con el que comparar al inversor soberano y cómo neutralizar ese elemento soberano. La posible regulación de los fondos soberanos se puede articular en torno a cinco alternativas: la regulación comprensiva de todas sus actividades; la prohibición de inversiones específicas; limitaciones en sus actividades de inversión; modalidades de reciprocidad o el establecimiento de un marcador.

El Derecho Internacional ha apostado por este último mecanismo a través del establecimiento de unos principios y prácticas generalmente aceptadas, los denominados Principios de Santiago. Se trata de un instrumento de *soft law* que pretende fortalecer la transparencia mediante el establecimiento de normas de estructura y gobernanza, gestión del riesgo, transparencia, y responsabilidad. Si bien constituyen una referencia, su eficacia es limitada y deja a los estados de origen y acogida suficiente margen de maniobra para regular la cuestión.

En esta tesitura, se plantean también serias dudas sobre la suficiencia del actual marco regulatorio tanto en Estados Unidos como en Europa. En el caso de los Estados Unidos, la enmienda Exon-Florio, el Derecho de la Competencia y las leyes sectoriales constituyen instrumentos claves para neutralizar los riesgos propios de la inversión soberana en el ámbito federal. La primera es un instrumento que favorece las inversiones pasivas de los fondos y las somete a un control estricto. El Derecho de la Competencia y las leyes sectoriales contienen además cauces suficientes para atajar la mayoría de los riesgos. Por último, el Derecho de Sociedades, regula expedientes que también permiten atajar los posibles abusos de los fondos soberanos como accionistas de una compañía.

En el caso de la Unión Europea, la Comisión publicó en 2008 una Comunicación que aboga por un enfoque común en materia de fondos soberanos. El enfoque se basa, en primer lugar, en las normas de *soft law* elaboradas en el marco internacional, entre las que destacan los Principios de Santiago. Lo más interesante es que recuerda que las inversiones de los fondos soberanos no se efectúan en el vacío, sino con sometimiento al Derecho de la Unión y a las normas de los Estados miembros, especialmente en materia de seguridad. La Unión Europea y los Estados miembros tienen un régimen exhaustivo de regulación del establecimiento y las operaciones de los inversores extranjeros que afecta a los fondos soberanos de la misma forma que a otros inversores extranjeros.

La jurisprudencia del Tribunal de Justicia, especialmente en los casos de la acción de oro, deja margen de maniobra a los Estados miembros que, con imaginación legislativa, pueden atajar los riesgos de la inversión soberana si tienen voluntad política. El caso de Alemania y el de Francia son un claro exponente. Es un indicio revelador el hecho de la Comisión Europea no haya llegado a formalizar una demanda contra Francia por la legislación que aprobó sobre la materia. Como hemos indicado más arriba, la clave es que es posible limitar el acceso al Mercado Interior mediante medidas dirigidas a restringir el establecimiento y, desde el punto de vista de las restricciones de capitales y el principio de proporcionalidad, el diferente contexto en que se mueven los flujos de inversión puede permitir adoptar restricciones más severas a la inversión extranjera.

En el caso de nuestro país resulta especialmente grave que tras cuatro condenas del Tribunal de Justicia por incumplimiento¹⁴²³ y las Decisiones de la Comisión en la Saga de Endesa¹⁴²⁴, los diferentes gobiernos hayan abandonado toda voluntad de atajar el problema. Esperamos que este trabajo de investigación sirva para avivar el debate en nuestro país y que se inicie un estudio riguroso. Esa ha sido la finalidad última de nuestra investigación. Confiamos en que, al igual que Francia y Alemania, España pueda contar en un plazo razonable con una legislación respetuosa con el Derecho de la Unión y que garantice su soberanía y su seguridad económica nacional de manera clara, contundente y proporcionada.

¹⁴²³ Sentencias Comisión/España, C-463/00, EU:C:2003:272; Comisión/España, C-274/06, EU:C:2008:86; Comisión/España, C-196/07, EU:C:2008:146; Comisión/España, C-207/07, EU:C:2008:428.

¹⁴²⁴ Decisión de la Comisión de 26 de septiembre de 2006, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 21 del Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo sobre el control de operaciones de concentración entre empresas (Asunto N.º COMP/M.4197 – E.ON/Endesa); Decisión de la Comisión de 20 de diciembre de 2006, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 21 del Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo sobre el control de operaciones de concentración entre empresas (Asunto N.º COMP/M.4197 – E.ON/Endesa); Decisión de la Comisión de 5 de julio de 2007, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 4 del Reglamento (CEE) n.º 4064/1980 del Consejo sobre el control de operaciones de concentración entre empresas (Asunto N.º COMP/M.4685 - Enel/ Acciona/ Endesa); y Decisión de la Comisión de 5 de diciembre de 2007, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 21 del Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo sobre el control de operaciones de concentración entre empresas (Asunto n.º COMP/M.4685 – Enel / Acciona / Endesa).

6.- Bibliografía.

ADOLFF, Johannes. *Turn of the Tide?: The "Golden Share" Judgements of the European Court of Justice and the Liberalization of the European Capital Markets*, German Law Journal, Vol. 3, Nº. 8, 2002

AFYONOGLU, Gokhan; HIBBARD, Stephen; KALAOUI, Hussein; MCCORD, Katherine; SHULTZ, Forest; THOMSON, Alexandra y WILLIG, Spencer. *The Brave New World of Sovereign Wealth Funds*. Lauder Institute of Management & International Studies, University of Pennsylvania. 2010.

AIZENMAN, Joshua y GLICK, Reuven. *Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?* FRBSF Economic Letter. Number 2007-38, December 14, 2007

AKKERMANS, Bram y RAMAEKERS, Eveline. *Article 345 TFEU (ex. 295 EC), Its Meanings and Interpretations*. European Law Journal, Vol. 16, No 3, pp. 292-314, May 2010

ALMUNIA, Joaquín. *The EU response to the rise of Sovereign Wealth Funds*. Discurso pronunciado en el Crans Montana Forum en Bruselas el 2 de abril de 2008. SPEECH/08/165.

ÁLVAREZ, Enrique y CALLEJA, Ángel. *Privatizaciones y el sistema de la acción especial ("golden share")*. Economistas, Año Nº 13, Nº 63, 1995, págs. 44-53.

ALVAREZ, José E. *Political Protectionism and United States International Investment Obligations in conflict: The Hazards of Exon-Florio*. Virginia Journal of International Law. Vol. 30:1. 1989

ARIÑO, Gaspar. *Economía y Estado. Crisis y reforma del sector público*. Madrid: Marcial Pons, 1993.

ARIÑO ORTIZ, Gaspar. *El desafío energético europeo: ¿campeones o mercado?* Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia, N° 247, 2007, págs. 20-34.

ARIÑO ORTIZ, Gaspar. *Los blindajes: ¿pero de quién es la empresa?* Diario La Ley. N° 6685. 2007, págs. 1724-1729.

ARIÑO ORTIZ, Gaspar. *Empresa Pública, Empresa Privada, Empresa de Interés General*. Pamplona: Aranzadi, 2007.

ARIÑO ORTIZ, Gaspar. *Intervención del Estado en las operaciones corporativas: la Función 14ª de la CNE* en MUÑOZ MACHADO, Santiago (Dir.) *Derecho de la regulación económica*, Vol. III Sector Energético, Tomo 1. Madrid: Iustel, 2010. Págs. 159-200

ARIÑO ORTIZ, Gaspar y CUÉTARA, Juan Miguel de la. *Algunas ideas básicas sobre regulación de sectores estratégicos*. Cuadernos de Derecho Público N° 9, 2000, págs. 9-26.

ARIÑO ORTIZ, Gaspar y LÓPEZ DE CASTO GARCÍA-MORATO, Lucía. *La competencia en sectores regulados. Regulación empresarial y mercado de empresas*. 2ª Edición, ampliada. Granada: Comares, 2003.

ARIÑO ORTÍZ, Gaspar; CRUZ FERRER, Juan de la; LÓPEZ DE CASTO GARCÍA-MORATO, Lucía; GUIRADO GALIANA, Rosa; ROVIRA DAUDÍ, Mª José; ESCRIBANO TESAUT, Pedro; y GONZÁLEZ BARRAL, Juan Carlos. *Energía en España y Desafío Europeo. Seguridad, concentración empresarial, competencia, regulación*. Granada: Comares, 2006.

AWESTI, Anil. *The Myth of Eurosclerosis: European Integration in the 1970s*. L'Europe en Formation, n° 353 – 354, 2009, págs. 39-53.

BACKER, Larry Catá. *The Private Law of Public Law: Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds, and the Public Law Element in*

Private Choice of Law. Tulane Law Review, Vol. 82, No. 1, 2008. Págs. 1801-1868.

BACKER, Larry Catá. *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Transnational Law & Contemporary Problems, Vol. 19, No. 1, 2009. Págs. 1-144.

BAKKER, Age F.P. *The Liberalization of Capital Movements in Europe. The Monetary Committee and Financial Integration 1958–1994*. Springer. Amsterdam:1996.

BALLBÉ, Manuel. *El futuro del Derecho Administrativo en la Globalización: entre la americanización y la europeización*. Revista de Administración Pública, nº 174, 2007. Págs. 215-276.

BALLBÉ MALLOL, Manuel. *La competencia como principio vertebrador del sistema pluralista* en Anuario de la competencia 1997. Marcial Pons. Madrid y Barcelona; 1998. Págs. 107-123.

BALLBÉ, Manuel y MARTÍNEZ, Roser. *Soberanía dual y constitución integradora. La reciente doctrina federal de la Corte Suprema norteamericana*. Ariel. Barcelona: 2003.

BALLBÉ, Manuel y PADRÓS, Carlos. *Estado competitivo y armonización europea*. 1ª Reimpresión. Barcelona: Ariel, 2000.

BAM, Joshua. *Strategic sector legislation in Russia: critique and proposal for change*. Matters of Russian and International Law. Nº. 2. 2013. Págs. 29-62.

BAQUERO CRUZ, Julio. *Entre competencia y libre circulación. El Derecho Constitucional Económico de la Comunidad Europea*. Civitas. Madrid: 2002.

BARNARD, Catherine. *The Substantive Law of the EU: The Four Freedoms*. 3ª edición. Oxford University Press. Oxford:2010.

BASSAN, Fabio. *The Law of Sovereign Wealth Funds*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar, 2011.

BEAN, Bruce W. *Attack of the Sovereign Wealth Funds: Defending the Republic from the Threat of Sovereign Wealth Funds?* MSU Legal Studies Research Paper No. 08-01. 2010.

BEHRENDT, Sven. *Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where do They Stand?* Carnegie Paper No. 22. Washington, DC: Carnegie Endowment for International Peace, May 2010.

BENYON, Frank S. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms. From Maastricht to Lisbon*. Hart Publishing. Oxford: 2010.

BERTIN DELACOUR, Caroline. *Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Eyrolles. Paris :2009.

BUSTILLO SAIZ, María del Mar. *Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro (Primera parte)*. Revista de derecho mercantil, N° 259, 2006, págs. 7-54.

BUSTILLO SAIZ, María del Mar. *Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la "doctrina" de la acción de oro: (segunda parte)*. Revista de derecho mercantil, N° 260, 2006, págs. 457-510

BYRNE, Matthew R. *Protecting National Security and Promoting Foreign Investment: Maintaining the Exon-Florio Balance*. 67 Ohio State Law Journal. 2006. Págs. 849 y ss

CARAYON, Bernard. *Patriotisme économique. De la guerre a la paix économique*. París: Editions du Rocher, 2005.

CARROLL, James F.F. *Back to the Future: Redefining the Foreign Investment and National Security Act's Conception of National Security*. Emory International Law Review. Vol.23, Nº 1, 2009. Págs. 167 y ss.

CAZORLA PRIETO, Luis María. *Crisis económica y Transformación del Estado*. Pamplona: Aranzadi, 2009.

CAZORLA PRIETO, Luis María. *El Gobierno de la Globalización Financiera: una aproximación jurídica*. Pamplona: Aranzadi, 2010.

COHEN, Stephen S. y BRADFORD DELONG, J. *The End of Influence: What Happens When Other Countries Have the Money*. Basic Books. Nueva York: 2010.

COCCIOLO, Endrius Eliseo y PADRÓS REIG, Carlos. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07*. Revista Española de Derecho Europeo. Págs. 123-156.

COX, Christopher. *The Role of Government in Markets*. Keynote Address and Robert R. Glauber Lecture at the John F. Kennedy School of Government. Harvard University. Cambridge, Massachusetts. 24 de octubre de 2007

COX, Christopher. *The Rise of Sovereign Business*. Gauer Distinguished Lecture in Law and Policy at the American Enterprise Institute Legal Center for the Public Interest. Washington, DC. 5 de diciembre de 2007

DÍEZ MORENO, Fernando. *Manual de Derecho de la Unión Europea*. 5ª Edición. Civitas. Madrid: 2009.

EPSTEIN, Richard A. y ROSE, Amanda M. *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*. University of Chicago Law Review, Vol. 76, No. 111, 2009. Pág. 111- 134.

FARRAR, Brian J. *To Legislate or to Arbitrate. An Analysis of U.S. Foreign Investment Policy After FINSA and the Benefits of International Arbitration*. Journal of International Business and Law, Volume 7, Number 1, Spring 2008

FARREL, Diana; LUND, Susan; GERLEMANN, Eva y SEEBURGER, Peter. *The new power brokers: how oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets*. McKinsey Global Institute. 2007.

FENG, Yiheng. *"We Wouldn't Transfer Title To The Devil": Consequences Of The Congressional Politicization Of Foreign Direct Investment On National Security Grounds*. New York University Journal of International Law and Politics. Volume 42, Number 1, Fall 2009

FENTON, Christopher R. *U.S. Policy Towards Foreign Direct Investment Post-September 11: Exon-Florio in the Age of Transnational Security*. Columbia Journal of Transnational Law. Vol. 41, N° 1, 2002, págs. 195-250.

FERBER, Jacqueline J. *The U.S. Foreign Direct Investment Policy: The Quest for Uniformity*. Marquette Law Review. Vol. 76. 1993.

FITZPATRICK, Christopher M. *Where Ralls Went Wrong: CFIUS, the Courts, and the Balance of Liberty and Security*. Cornell Law Review Volume 101 Issue 4. 2016. Págs. 1087-114.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. *Sovereign Wealth Funds- A work agenda*. 2008

GALLO, Daniele. *The CJEU vis-à-vis EU and Non-EU investors, between National and European Solidarity : Golden Shares, Sovereign Investment and Socio-Economic Protectionism under Free Movement Rules*. Working Paper 3/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014.

GALLO, Daniele. *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Grater External and Internal Activism of the European*

Union. Working Paper 1/2014. LUISS Guido Carli. Dipartimento di Giurisprudenza. 2014.

GAYDARSKA, Nadia y RAMMELOO, Stephan. *The Legality of the 'Golden Share' under EC Law*. Maastricht Faculty of Law Working Paper , Vol. 5, No. 9, 2009

GEORGIEV, George Stephanov. *The Reformed CFIUS Regulatory Framework: Mediating Between Continued Openness to Foreign Investment and National Security*. Yale Journal on Regulation. Vol. 25. 2008.

GERARD, Damien. *Protectionist Threats against Cross-Border Mergers: Unexplored Avenues to Strengthen the Effectiveness of Article 21 ECMR*. Common Market Law Review, Vol. 45, No. 4, 2008 . Págs. 987-1025.

GILBERT, Mark. *European integration: a concise story*. Rowman & Littlefield Publishers. 2012.

GILSON, Ronald J. y MILHAUPT, Curtis J. *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*. Stanford Law Review. Vol 60. No. 5, 2008. Pág. 1345-1369.

GIPPINI FOURNIER, Eric y RODRÍGUEZ MÍGUEZ, José Antonio. “Golden shares” en la Comunidad Europea: ¿fin de la edad dorada? Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia. N° 220, 2002, págs. 38-62.

GOES DE MORAES GAVIOLI, Maira. *National Security or Xenophobia: The Impact of the Foreign Investment and National Security Act ("FINSA") in Foreign Investment in the U.S*. Law Raza Journal. Vol. 2: Iss. 1, 2011. Págs. 1-43.

GÓMEZ-FERRER RINCÓN, Rafael. *La protección de los intereses nacionales en el sector energético*. Revista de administración pública, N° 180, 2009, págs. 161-200.

GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, Sara y MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan. *La globalización de los mercados financieros*. Noticias de la Unión Europea. Nº 172, 1999. Págs. 25-38.

GRAHAM, Edward M. y EBERT, Michael E. *Foreign Direct Investment and US National Security: Fixing Exon-Florio*. The World Economy. Volume 14, Issue 3, pages 245–268, September 1991

GRAHAM, Edward. M. y KRUGMAN, Paul. R. *Foreign Direct Investment in the United States*. 3ª Ed. Washington D.C. Institute for International Economics, 1995.

GRAHAM, Edward M. y MARCHNICK, David. M. *U.S. National Security and Foreign Direct Investment*. Washington D.C.: Institute for International Economics, 2006.

GRUNDMAN, Stefan, y MÖSLEIN, Florian. *Golden Shares - State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*. European Banking Financial Law Journal (EUREDIA), 1, 2004, pp.1-37.

HARBULOT, Christian. *La main invisible des puissances. Les Européens face à la guerre économique*. 2ª Edición. Paris: Ellipses, 2007.

HEATH, Jesse R. *Strategic Protectionism? National Security and Foreign Investment in the Russian Federation*. George Washington International Law Review. Vol. 41. 2009. Págs. 465-501.

HILDEBRAND, Philipp M. *The challenge of sovereign wealth funds*. Discurso pronunciado el 18 de diciembre de 2007 en el International Center for Monetary and Banking Studies de Ginebra.

HINDELANG, Steffen. *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*. Oxford University Press. Nueva York: 2009.

HINOJOSA MARTÍNEZ, Luis M. *El alcance de la competencia exterior*

europea en material de inversiones. Revista de Derecho Comunitario Europeo. Nº 52. 2015. Págs. 871-107.

HINOJOSA MARTÍNEZ, Luis Miguel. *La acción de oro en derecho comunitario: activismo judicial versus intervencionismo estatal.* Revista General de Derecho Europeo, Nº. 2, 2003.

HINOJOSA MARTÍNEZ, Luis Miguel. *La libertad de movimientos de capital en la Unión Europea* en BENEYTO PÉREZ, José María (coord.); MAILLO GONZÁLEZ-ORÚS, Jerónimo (coord.); BECERRIL ATIENZA, Belén (coord.). *Tratado de derecho y políticas de la Unión Europea. Vol. 6: Mercado Único Europeo y Unión Económica y Monetaria.* Aranzadi. Pamplona: 2009. Págs. 535-616.

HINOJOSA MARTÍNEZ, Luis Miguel. *La regulación de los movimientos internacionales de capital desde una perspectiva europea.* Madrid: McGraw-Hill, 1997.

JACKSON, James K. *The Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS).* Congressional Research Service Report. 2014.

JEN, Stephen. *The Definition of a Sovereign Wealth Fund.* Global Economic Forum. Morgan Stanley Research Global. 2007

JONES, Alison y DAVIES, John. *Merger Control and the Public Interest: Balancing EU and National Law in the Protectionist Debate.* King's College London Law School Research Paper No. 2015-12.

KEYNES, John Maynard. *National Self-Sufficiency.* The Yale Review. Vol. 22, nº. 4 (June 1933). Existe una versión en español que apareció publicada en el Volumen 1 Nº 2 de *El Trimestre Económico* en México en 1934

KRONENBERGER, Vincent. *The rise of the 'golden' age of free movement of capital: A comment on the golden shares judgments of the Court of Justice of the European Communities.* European Business Organization Law Review. Issue 01 / July 2003, pp 115 – 135.

LAÏDI, Ali. *Les États en guerre économique*. Paris: Seuil, 2010.

LACEY, Kathleen A. y GEORGE, Barbara Crutchfield. *International Telecommunications Mergers: U. S. National Security Threats Inherent in Foreign Government Ownership of Controlling Interests*. Tulane Journal of Technology and Intellectual Property, Vol. 4, 2002.

LAVEY, Warren G. *Telecom Globalization and Deregulation Encounter U.S. National Security and Labor Concerns*. Program on Information Resources Policy Center for Information Policy Research. Harvard University. June 2007

LENAERTS, Koen. *Constitutionalism and the Many Faces of Federalism*. The American Journal of Comparative Law Vol. 38, No. 2 (Spring, 1990), pp. 205-263.

LENAERTS, Koen y VAN NUFFEL, Piet. *European Union Law*. 3^a Ed. Sweet & Maxwell. Londres: 2011

LEWIS, James A. *New objectives for CFIUS: foreign ownership, critical infrastructure, and communications interception*. 57 Federal Communications Law Journal, 457-478, May 2005.

LINDBERG, Seth Robert. *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review Within the E.U.* Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol. 37. No. 1. Págs. 95-126.

LOH, Lixia. *Sovereign Wealth Funds: States Buying the World*. Global Professional Publishing. 2010.

LOSADA FRAGA, Fernando. *Free movement of capital as the deep economic constitution of the EU* en LETELIER, Raúl y MENÉNDEZ, Agustín José (eds). *The Sinews of European Peace. Reconstituting the Democratic Legitimacy of the Socio-Economic Constitution of the European Union*. RECON Report No 10. ARENA Report 7/09. Oslo: 2009.

LOSADA FRAGA, Fernando; JUUTILAINEN, Teemu; HAVU, Katri y Vesala, JUHA. *Property and European Integration: Dimensions of Article 345 TFEU*. Helsinki Legal Studies Research Paper No. 17. Helsinki: 2012.

LOWERY, Clay. *The role of sovereign wealth funds in the global economy*. Remarks at Barclays Capital's 12th Annual Global Inflation-Linked Conference. 2008

MADURO, Miguel Poiars, *The Chameleon State: EU Law and the Blurring of the Private/Public Distinction in the Market*. 2010.

MANOIR DE JUAYE, Thibault du. *Les robes noires dans la guerre économique*. Paris : Nouveau Monde Éditions, 2011.

MARCHNICK, David M. y LARSON, Alan P. *Foreign Investment and National Security. Getting the Balance Right*. Council on Foreign Relations Press. Nueva York: 2006.

MARCHNICK, David M. y SLAUGHTER, Matthew J. *Global FDI policy: correcting a protectionist drift*. Council on Foreign Relations. Nueva York: 2008.

MEZZACAPO, Simone. *The so-called "sovereign wealth funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*. *European Economy - Economic Papers from Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN)* N° 378. Comisión Europea.

MOHAMED, Sideek. *European Community law on the free movement of capital and EMU*. Kluwer Law International. La Haya: 1999

MORALES PLAZA, Antonio. *La regulación nuclear globalizada*. Madrid: La Ley, 2009.

MORAN, Theodore H. *Three threats: an analytical framework for the CFIUS process*. Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2009.

MORTELMANS, Kamiel. *The Common Market, the Internal Market and the Single Market, What's in a Market?* 35 *Common Market Law Review*, Issue 1, 1998. Págs. 101–136

MOSTAGHEL, Deborah M. *Dubai Ports World under Exon-Florio: A Threat to National Security or a Tempest in a Seaport?*, 70 *ALBANY Law Review*. (2007).

OLIER, Eduardo. *Geoeconomía: las claves de la economía global*. Madrid: Prentice Hall, 2011.

O'NEILL, Jim, NIELSEN, Erik F y BAHAJ, Saleem. *In defence of Sovereign Wealth Funds*. Global Economics Paper N° 167. Goldman Sachs Economic Research. 2008.

PERRON, Régine. *La signification de la CECA de 1945 à 1958*. *Journal of European Integration History*. Vol. 3. N° 2. 1997. Págs. 53-67.

PADRÓS REIG, Carlos. *La transformación del régimen jurídico de la acción de oro en la jurisprudencia comunitaria europea*. Civitas. Madrid: 2007.

PADRÓS, Carlos y COCCILOLO, Endrius. *Security of Energy Supply: When Could National Policy Take Precedence Over European Law?* *Energy Law Journal*, vol. 31, 2010. Págs. 31-54.

PADRÓS, Carlos y COCCILOLO, Endrius. *La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro: entre la construcción del Mercado interior y los retos de la intervención pública en los mercados globales. Reflexiones acerca de la STJCE de 26 de marzo de 2009, asunto C-326/07*. *Revista española de derecho europeo*. N°. 33, 2010, págs. 123-156.

POSNER, Eric A. y SUSTEIN, Cass R. *Chevronizing Foreign Relations Law*. U of Chicago, Public Law Working Paper No. 128. 2006.

PRABHAKAR, Rahul. *Deal-Breaker: FDI, CFIUS, and Congressional Response to State Ownership of Foreign Firms* (May 13, 2009). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1420790>

PUTEK, Christine O'Grady. *Limited But Not Lost: A Comment on the ECJ's Golden Share Decisions*, 72 *Fordham L. Rev.* 2219 (2004).

RODRÍGUEZ CÁRCAMO, Juan Manuel. *El artículo 21 del Reglamento de Concentraciones y la eficaz defensa de los intereses de los ciudadanos comunitarios*. *Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia*, Nº 9, 2010. Págs. 49-65.

RODRÍGUEZ MÍGUEZ, José Antonio y PADRÓS I REIG, Carlos. *Las acciones de oro, el Derecho de sociedades y el Mercado interior. Reflexiones a propósito de la STJCE sobre la Ley Volkswagen*. *Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la Competencia*, Nº 8, 2009. Págs. 47-75.

ROSE, Paul. *Sovereigns as shareholders*. *North Carolina Law Review*, Vol. 87, Fall 2008. Págs. 103-166.

ROSE, Paul. *American Sovereign Wealth* .Ohio State Public Law Working Paper No. 161. 2011

ROSE, Paul. *Sovereign wealth fund investment in the shadow of regulation and politics*. *Georgetown Journal of International Law*, Vol. 40, No. 4, 2009. Págs. 1207-1236.

ROSE, Paul. *The Foreign Investment and National Security Act of 2007: an assessment of its impact on Sovereign Wealth Funds and State-Owned Enterprises*. Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 231. Moritz College of Law. The Ohio State University. 2014.

ROZANOV, Andrew. *Who Hold the Wealth of the Nations?* State State Global Adivors. 2005

RUSSELL, Bertrand. *El poder. Un nuevo análisis social*. RBA. Barcelona: 2010.

SARKAR, Rumu. *Sovereign wealth funds: furthering development or impeding it?* Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Págs. 1181-1190.

SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, Laura y HERNÁNDEZ, Valeriano. *La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas*. Revista de derecho bancario y bursátil. N° 97, 2005. Págs. 97-136

SCARCHILLO, Gianluca. *Privatizations, Control Devices and Golden Share. The Harmonizing Intervention of the European Court of Justice. Comparative Law Review, Vol 3, No 2 (2012)*

SERVAN-SCHREIBER, Jean-Jacques. *El desafío americano*. Barcelona: Plaza y Janés, 1968.

SIEGRIST RIDRUEJO, Pablo; GARGALLO GONZÁLEZ, Emilia; y LAVALLE MERCHÁN, Jesús. *La acción de oro o El problema de las privatizaciones en un mercado único*. Madrid: Centro de Política de la Competencia del Instituto de Estudios Europeos, 2003.

SLAWTOSKY, Joel. *Sovereign wealth funds as emerging financial superpowers: How U.S. Regulators should respond*. Georgetown Journal of International Law, Vol. 40, No. 4, 2009. Págs. 1239-1269.

SNELL, Jukka. *Who's Got the Power? Free Movement and Allocation of Competences in EC Law. in Yearbook of European Law. olume 22, issue 1, 2003. Págs. 323-351*

SOARES, Antonio Goucha. *National champions rhetoric in European Law. Or the many faces of protectionism*. World Competition. Law and Economics Review. Vol. 31, n° 3 (September 2008). Páginas 353-368

SORNARAJAH, Muthucumaraswamy. *The International Law on Foreign Investment*. 3ª Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.

SORIANO GARCÍA, José Eugenio. *Desregulación, privatización y Derecho Administrativo*. Bolonia: Publicaciones del Real Colegio de España, 1993.

STAPLETON, Colin. *The Global Colony: A Comparative Analysis of National Security-Based Foreign Investment Regimes in the Western Hemisphere*. Washington University Law Review Vol. 92 Issue 3. 2015. Págs. 1647 y ss.

SZYSZCZAK, Erika. *Golden shares and Market Governance*. Legal Issues of Economic Integration. 2002, volume 29 (3), pp.255-284.

TAPIA HERMIDA, Antonio. *La acción de oro (golden share)*. Revista de derecho bancario y bursátil, Año nº 27, Nº 110, 2008, págs. 199-255

TIPLER, Christopher M. *Defining 'National Security': Resolving Ambiguity in the CFIUS Regulations*. 35 University of Pennsylvania Journal of International Law. 2014. Págs. 1223-1284.

THIRION, Nicolas. *Golden shares, droit des sociétés et marché intérieur*. Cahiers de droit européen. Nº 3-4. 2003. Pags. 225-282.

TORRENT, Ramón. *Derecho comunitario e Inversiones extranjeras directas: Libre circulación de capitales vs. Regulación no discriminatoria del establecimiento. De la golden share a los nuevos open skies*. Revista española de derecho europeo, Nº. 22, 2007, págs. 283-312.

TORRES ESPINOSA, Eduardo. *La Comunidad Europea del Carbón y del Acero. Un exitoso y aún inacabado experimento institucional*. Anuario Mexicano de Derecho Internacional. Nº. 8, 2008 , págs. 713-742.

TRAVALINI, Joanna Rubin. *Foreign Direct Investment in the United States: Achieving a Balance between National Economy Benefits and National Security*

Interests. Northwestern Journal of International Law and Business. Volume 31. Issue 3. 2009. Págs. 779-799.

TRUMAN, Edwin M. *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*. Policy Brief 08-3 (Abril). Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2008.

TRUMAN, Edwin M. *Sovereign Wealth Funds. Threat or salvation*. Washington D.C. Peterson Institute for International Economics, 2010.

URÍA FERNÁNDEZ, Francisco. El régimen de autorización administrativa previa de la Ley 5/1995, de 23 de marzo, como mecanismo jurídico complementario a la política de defensa de la competencia. Anuario de la competencia, N° 1, 2000, págs. 171-194

URREA CORRES, Mariola. *El régimen de autorizaciones administrativas previas en las empresas privatizadas: comentario a la Sentencia del TJCE de 13 de Mayo de 2003, asunto C-463/00 Comisión de las Comunidades Europeas/Reino de España*. Revista de Derecho Comunitario Europeo, Año n° 7, N° 15, 2003, págs. 683-697

USHER, John A. *The Evolution of the Free Movement of Capital*, 31 Fordham International Law Journal. Vol. 31, 2007. Págs. 1533-1570

VV.AA. *The Foreign Investment Regulation Review*. 3ª Ed. Londres: Law Business Research, 2015.

WANG, Judy. *Ralls Corp. v. CFIUS: A New Look at Foreign Direct Investments to the US*. Columbia Journal of Transnational Law. Volume 54, Number 3, 2016. Págs. 31-55.

WEIMER, Christopher M. *Foreign Direct Investment and National Security Post-Finsa 2007*. Texas Law Review. Vol 87. 2009 Pág. 663 y ss..

WHALEN, Karla D. *Exon-Florio and Open Investment: Are They at Odds in a World Where National Security no Longer Revolves Solely Around Military Might*. 17 *Suffolk Transational Law Review*. 1994. Págs. 59-92.

WILKINS, Mira. *The history of foreign investment in the United States 1914-1945*. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

ZARING, David T. *CFIUS As A Congressional Notification Service*. *Southern California Law Review*, Vol. 83, No. 1, 2010

ZUMBANSEN, Peer y SAAM, Daniel. *The ECJ, Volkswagen and European Corporate Law: Reshaping the European Varieties of Capitalism*. *German Law Journal*, Vol. 8, N°. 11, 2007 , págs. 1027-1052.