EL CASO DEL BANCO DE VENEZUELA

TOMO II

EDUARDO GARCIA DE ENTERRIA
MASSIMO SEVERO GIANNINI
ROLAND DRAGO
ANTONIO JIMENEZ BLANCO
JOSE GUILLERMO ANDUEZA A.

LA INCOMPETENCIA DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES PARA DECLARAR ACCIONES EN SOCIEDADES ANONIMAS, COMO ACCIONES EN TESORERIA

Colección
Opiniones y Alegatos Jurídicos
Nº 6

editorial jurídica venezolana
Caracas, 1995

EL CASO DEL BANCO DE VENEZUELA

TOMO II

El caso del Banco de Venezuela

Tomo II

La incompetencia de la Comisión Nacional de Valores para declarar acciones de sociedades anónimas, como acciones en tesorería. (Dictámenes Jurídicos)

Eduardo García de Enterría, Massimo Severo Giannini,
Roland Drago, Antonio Jiménez Blanco, José Guillermo Andueza A.

Colección Opiniones y Alegatos Jurídicos
N° 6

Editorial Jurídica Venezolana
Caracas, 1995

COLECCION OPINIONES Y ALEGATOS JURIDICOS

Títulos publicados

1. ***Inconstitucionalidad de la decisión del Congreso en el caso "Sierra Nevada", por extralimitación de atribuciones en relación con el Dr. Luis Cova Arria****, Caracas 1980, 60 pp.*
2. ***El caso de las Cartas de Crédito, Efectos retroactivos y confiscatorios de la unificación cambiaria y el régimen de las subvenciones administrativas***, por Allan R. Brewer-Carías, Caracas 1991, 141 pp.
3. ***El caso del Monstruo de Los Palos Grandes, Estudio Jurídico Urbanístico***, por Allan R. Brewer-Carías y Carlos M. Ayala Corao, Caracas 1993, 586 pp.
4. ***El caso del Banco de Venezuela. El Juicio de Amparo contra la Comisión Nacional de Valores***, Tomo I, por Allan R. Brewer-Carías, Armida Quintana Matos, León Henrique Cottin, Gabriel Ruan Santos y Carlos M. Ayala Corao, Caracas 1993, 457 pp.
5. ***Los Derechos del Niño vs. Los abusos parlamentarios de la libertad de expresión***, por José Guillermo Andueza, Allan R. Brewer-Carías, Gerardo Fernández, Caracas, 1994, 167 pp.

© ISBN 980-6070-81-X
Editorial Jurídica Venezolana
Av. Francisco de Miranda, Entrada A, Piso 5°, Oficina "C".
Apartado Postal 17.598 - Caracas 1015-A, Venezuela
Teléfonos: 951 14 45 - 951 45 58
Diseño de Portada: Layout Publicidad

Presentación

En el CASO DEL BANCO DE VENEZUELA, el tema central que desde el punto de vista del derecho administrativo debió dilucidarse en los juicios de nulidad que se intentaron contra la Resolución N° 284-90 de la Comisión Nacional de Valores de 26 de octubre de 1990, mediante la cual consideró como acciones en tesorería de dicha institución, acciones que eran propiedad de un grupo de empresas, fue el de la competencia o incompetencia de dicha Comisión para declarar o considerar, en vía administrativa, que determinadas acciones de una sociedad anónima son o no acciones en tesorería de la misma.

La Comisión Nacional de Valores, en efecto, en el CASO DEL BANCO DE VENEZUELA, en 1990, y curiosamente sólo en ese caso, consideró a las acciones de dicho Banco poseídas por un grupo de 23 empresas, "como acciones en tesorería del Banco de Venezuela S.A.I.C.A. a los efectos de la prohibición de formar parte del quórum en las Asambleas de accionistas de dicha institución bancaria y a la votación en las mismas asambleas, a tenor de lo dispuesto en el artículo 47 de la Ley de Mercado de Capitales". Con ello se perseguía impedir que las acciones propiedad de esas empresas participaran en la Asamblea del Banco convocada para noviembre de 1990, y así permitir que quienes habían venido adquiriendo agresivamente acciones del Banco en ese año, liderizados por el Grupo de empresas Latinoamericana de Seguros-Banco Progreso, con un porcentaje minoritario, pudieran llegar a controlarlo. La combinación del poder económico y del poder político consolidada a comienzos de esta década, y que en 1994 desembocó en la mayor crisis financiera de la historia del país, sin duda, fue la misma que provocó aquella decisión de la Comisión Nacional de Valores.

En los juicios de nulidad intentados contra dicha Resolución, entre otros motivos de impugnación, alegamos como vicio del acto

impugnado, la incompetencia y la desviación de poder de la Comisión Nacional de Valores para adoptarla. Era, sin duda, el primero de los vicios que debía analizar la Corte Suprema al juzgar la nulidad de la Resolución. Nuestros argumentos al respecto se publicaron en el Tomo I de este CASO.

Como el tema era novedoso y polémico, por los hilos del poder político que se habían tejido detrás de este caso, para reforzar nuestros argumentos solicitamos la opinión de varios destacados administrativistas de renombre mundial. Con ocasión de realizar viajes por motivos académicos, me entrevisté, así, a finales de 1991, con Eduardo García de Enterría, en Madrid; con Massimo Severo Giannini, en Roma y con Roland Drago, en París, solicitándoles su opinión jurídica sobre el caso. Estos tres profesores, sin duda, son y han sido durante las últimas décadas, los más destacados administrativistas del mundo, y particularmente en sus países, donde han formado escuela. Las opiniones por ellos emitidas, por tanto, representan, en el punto consultado, lo más destacado del pensamiento jurídico-administrativo contemporáneo del mundo occidental.

Además, solicitamos la opinión de un joven y destacado profesor de derecho administrativo de Granada (España) Antonio Jiménez Blanco, quien se ha especializado precisamente sobre el tema del derecho público del mercado de valores, sobre lo cual tenía obra escrita. A tal efecto, con ocasión de un encuentro académico en Cáceres, nos entrevistamos a finales de 1992.

En Venezuela, por último, solicitamos la opinión del Profesor José Guillermo Andueza, destacado profesor de derecho constitucional y con una dilatada experiencia en el ejercicio profesional como consultor, quien además ejerció una acción de nulidad contra la misma Resolución N° 284 de la Comisión Nacional de Valores, fundamentada en la desviación de poder en que había incurrido dicho organismo.

Con estas cinco opiniones jurídicas teníamos preparada nuestra batería para reforzar nuestros argumentos en el acto de informes de los juicios. Lamentablemente desde el punto de vista profesional, estos no se realizaron, pues a partir de 1993, puede decirse que los juicios de nulidad materialmente dejaron de tener objeto. En efecto, la compra en 1993, de la mayoría de las acciones del Banco de Venezuela,

incluyendo las acciones consideradas en tesorería, básicamente por el Grupo Banco Consolidado y el Grupo Latinoamericana de Seguros-Banco Progreso, los mismos que habían iniciado en 1990, la compra hostil de las mismas; condujo a que la misma Comisión Nacional de Valores dejara de considerarlas en tesorería, dejando sin efecto la Resolución N° 284-90. Es decir, la decisión de la Comisión sólo tuvo por objeto considerar esas acciones en tesorería porque estaban en posesión de empresas que no controlaban los compradores hostiles; una vez que estos las compraron, por arte de magia, dejaron de ser consideradas en tesorería.

En todo caso, el Banco de Venezuela, la institución bancaria más sólida del país en 1990, y en los dos años siguientes a pesar del conflicto que se originó por su control accionario, una vez que pasó al control de quienes iniciaron el ***take-over*** *en 1990, con motivo de las negociaciones entre accionistas efectuada en marzo de 1993; en julio de 1994, fue intervenido por el Estado, no mediante los mecanismos legalmente establecidos, sino de hecho, por la adquisición forzosa de las acciones de aquellos accionistas que controlaron el Banco durante 15 meses —los mismos del* ***take-over*** *hostil que compraron las acciones en 1990 a más de Bs. 3.500 por acción—, al valor de Bs. 1 por acción. En 15 meses, la institución bancaria más importante y eficiente del país había sido vaciada varias veces de su patrimonio, y pasaba a manos del Estado.*

Pocos meses después, los dos grupos bancarios que controlaron durante esos meses al Banco de Venezuela y que lo condujeron a su descalabro, también sucumbieron en la crisis, y sin ser intervenidos en la forma legalmente prescrita, pasaron a manos del Estado. En esta forma, a fines de 1994, el Banco de Venezuela y los grupos que se apoderaron del mismo, el Grupo Banco Consolidado y el Grupo Latinoamericana de Seguros-Banco Progreso, después de haber perdido varias veces su capital, pasaron a formar parte del sector público.

En todo caso, todo se inició en 1990, por una decisión del Estado (la Comisión Nacional de Valores) que lo único que buscaba era permitir que unos inversionistas hostiles con el apoyo del poder político, se apoderaran del Banco de Venezuela. El error del Estado, cuatro años después, lo tuvo que pagar el mismo Estado, adquiriendo, casi forzosamente, las acciones del Banco de Venezuela y de los Bancos que se

habían apoderado de él, para reponer los capitales perdidos y proteger a los depositantes confiados. Y los accionistas y sus directores, y consultores, que en sólo 15 meses acabaron con el patrimonio del Banco y de sus propias instituciones bancarias, sólo dejaron el recuerdo de haber llegado a controlar el Banco de Venezuela, para destruirlo y destruirse a sí mismos.

En medio de la tragedia que significó para el Estado venezolano el epílogo de este CASO, no podemos menos que considerarnos satisfechos, por haber estado del lado correcto en el conflicto judicial y económico que lo provocó.

Caracas, julio 1995

Allan R. Brewer-Carías

Eduardo García de Enterría

Catedrático de la Facultad de Derecho
de la Universidad Complutense
Madrid, España

Dictamen emitido a requerimiento de la Sociedad Financiera de Venezuela S.A.I.C.A., S.A.C.A. (FIVENEZ), sobre la competencia de la Comisión Nacional de Valores de Venezuela para declarar, en caso de conflicto, que determinadas acciones son acciones propias o en tesorería y otros extremos.

Julio de 1991.

Sumario: ANTECEDENTES. CONSULTA. DICTAMEN. **I.** *La Comisión Nacional de Valores carece de competencia para declarar que las acciones adquiridas formalmente por una determinada sociedad independiente son realmente acciones en tesorería de la sociedad de cuyo capital aquéllas forman parte.* **II.** *La Comisión Nacional de Valores carece de competencia para ampliar los supuestos a que se refiere el artículo 43 de la Ley de Mercado de Capitales.* **III.** *La Comisión Nacional de Valores carece de competencia para declarar la nulidad de operaciones bursátiles de compraventa de acciones. La legitimación para pedir su anulación corresponde a los accionistas que se consideren perjudicados y a los Administradores que hayan votado en contra.* CONCLUSIONES.

Por la mercantil Sociedad Financiera de Venezuela S.A.I.C.A., S.A.C.A. (FIVENEZ), se requiere a este Letrado para que emita Dictamen en Derecho Venezolano sobre las cuestiones que luego se dirán sobre la base de los siguientes:

Antecedentes

Primero: Las mercantiles venezolanas Sociedad Latinoamericana de Seguros, S.A., Sociedad Financiera Latinoamericana, S.A. (SOFILATIN) y Seguros Progreso, S.A., en su calidad de accionistas del Banco de Venezuela, Sociedad Anónima Inscrita de Capital Abierto (S.A.I.C.A), requirieron a la Comisión Nacional de Valores de Venezuela para que procediera a declarar que un determinado número de acciones de dicho Banco adquiridas por otras sociedades tenían la condición de "acciones de tesorería" al ser dichas sociedades, según los requirentes, filiales, afiliadas, vinculadas o, en general, controladas por el citado Banco.

Segundo: En virtud de dicho requerimiento la Comisión Nacional de Valores de Venezuela inició, al amparo de la Ley de Mercado de

Capitales, el oportuno procedimiento terminado por la Resolución Nº 284/90, de 26 de octubre de 1990, en la que, entre otros extremos, se acuerda considerar las acciones referidas en el antecedente Primero como "acciones en tesorería", todo ello en los siguientes términos:

> "1) Considerar a las acciones del BANCO DE VENEZUELA, S.A.I.C.A. poseídas en propiedad, al menos formalmente, por las empresas Valores Banvenez, S.A.; Tarjetas Banvenez, S.A.; Agropecuaria 1.890, C.A.; Servileasing, S.A.; Inversiones 1971, S.A.; Inversiones 11.988, S.A.; Proyectos Fivenez, C.A.; Inversiones A.B. 1.988, S.A.; Inversiones Cuarte, S.A.; Inversiones Litan, C.A.; Inversiones Nasta, C.A.; Inversiones Palafox, C.A.; Inversiones Pippers, C.A.; Inversiones Fivenez, S.A.; Veneinversiones 1.987, S.A.; Sociedad Financiera de Venezuela, SAICA; Arrendadora de Venezuela, S.A.; Inmobiliaria Banaragua, S.A.; Inmobiliaria Banvenez, S.A. y Corporación B.M.C., C.A., como acciones en tesorería del BANCO DE VENEZUELA, S.A.I.C.A., a los efectos de la prohibición de formar parte del quórum en las asambleas de accionistas de dicha institución bancaria y a la votación en las mismas asambleas, a tenor de lo dispuesto en el artículo 47 de la Ley de Mercado de Capitales".

Tercero: Las sociedades adquirentes de las acciones calificadas de tesorería han planteado recurso de amparo y de nulidad contra dicha Resolución al considerar que dicha calificación no se ajusta a Derecho, máxime al tratarse de sociedades independientes del Banco de Venezuela, S.A.I.C.A. y con el que no mantienen relación alguna que suponga filiación o vinculación.

A la vista de los antecedentes expuestos se formula a este Letrado la siguiente

Consulta

1ª. ¿Tiene la Comisión Nacional de Valores competencia para declarar, por vía administrativa, que las acciones en una empresa adquiridas por otras empresas con personalidad jurídica, son acciones en tesorería de la primera?

2ª. ¿Cuál es el carácter de la competencia administrativa atribuida a la Comisión Nacional de Valores en los artículos 2 y 10, numeral 12, de la Ley de Mercado de Capitales; y cuáles son los límites al ejercicio de dicha competencia?

3ª. ¿El artículo 10, numeral 12, de la Ley de Mercado de Capitales habilita a la Comisión Nacional de Valores para declarar que las acciones en una empresa dada, adquiridas por otras empresas, son acciones en tesorería de la primera?

4ª. ¿Puede la Comisión Nacional de Valores, en ausencia de previsión legal expresa, establecer en un acto administrativo particular (no normativo) un criterio sobre acciones en tesorería diferente al establecido en la Ley de Mercado de Capitales (art. 43), y aplicarlo retroactivamente a las acciones adquiridas por diversas empresas respecto de otra, con la cual ni siquiera tienen la relación filial-matriz?

5ª. ¿Tiene competencia la Comisión Nacional de Valores para declarar la nulidad de una operación bursátil de compra-venta de acciones de una empresa, por el hecho de que conforme a la interpretación que da al artículo 43 de la Ley de Mercado de Capitales, supuestamente no se dio cumplimiento a uno de los requisitos establecidos en la norma? ¿Podría considerarse esa nulidad como un derivado de la potestad administrativa sancionatoria?

6ª. ¿Qué clase de nulidad es la establecida por el artículo 44 de la Ley de Mercado de Capitales, y quien tiene legitimidad para solicitar la declaratoria de nulidad?

7ª. ¿Qué otro organismo administrativo (Superintendencia de Bancos) tendría competencia para declarar como acciones en tesorería las referidas acciones o para declarar la nulidad de su venta?

Aceptando el requerimiento que se me hace, tengo el honor de formular el siguiente

Dictamen

Antes de comenzar la exposición de este Dictamen aclaramos que ante la íntima conexión existente entre varias de las consultas planteadas procedemos, para una mejor articulación del Dictamen y en orden a evitar repeticiones innecesarias, a su agrupación en tres cuestiones principales, que procedemos a desarrollar acto seguido.

I. *La Comisión Nacional de Valores carece de competencia para declarar que las acciones adquiridas formalmente por una determinada sociedad independiente son realmente acciones en tesorería de la sociedad de cuyo capital aquellas forman parte*

1. Ante todo hay que poner de manifiesto que la Comisión Nacional de Valores participa de la naturaleza de los entes públicos. Por lo que aquí interesa, se trata de Administración Pública pues, aunque ni la Ley de Mercado de Capitales ni la demás legislación venezolana puesta a disposición del Letrado informante contienen definición alguna acerca de la naturaleza de la Comisión Nacional de Valores (la Ley de Mercado de Capitales se limita, en su artículo 2, a adscribirla al Ministerio de Hacienda), es indudable que estamos ante un órgano de la Administración Pública, como lo demuestra el hecho de que sus resoluciones sean recurribles mediante el recurso contencioso-administrativo, que es la Jurisdicción competente para conocer de los actos administrativos. Así lo confirma la propia Ley de Mercado de Capitales al disponer, en su artículo 14, que:

> "Salvo lo dispuesto en el artículo 140, las decisiones de la Comisión Nacional de Valores sólo serán recurribles para ante la Corte Suprema de Justicia, en Sala Político-Administrativa, dentro de los diez días siguientes de haber sido notificado el interesado, o de haber sido rechazada la reconsideración. Este recurso se oirá solamente con efecto devolutivo".

Así, pues, siendo la Comisión Nacional de Valores un ente de la Administración Pública podemos ya afirmar que sus competencias son pura y simplemente de naturaleza administrativa, y ello, en primer lugar, por razón de la propia naturaleza pública de dicha Comisión Nacional de Valores, sujeta en su actividad y funcionamiento al Derecho Administrativo, como resulta de la propia Ley de Mercado de Capitales.

En segundo lugar, la citada Ley confirma el carácter administrativo de dichas competencias al hacer, precisamente en su artículo 10, la enumeración de las "atribuciones y deberes" de la Comisión Nacional de Valores, ninguno de los cuales puede calificarse justificadamente de "extra-administrativo": de su simple lectura resulta que dichas atribu-

ciones y deberes consisten fundamentalmente en el régimen de intervención y tutela de la Administración Pública en el mercado de valores, manifestado en las autorizaciones y aprobaciones, en su caso, que los agentes económicos precisan para realizar una oferta pública de acciones en el territorio nacional venezolano (hasta doce veces emplea las palabras "autorización", "autorizar" o "aprobar"), en la llevanza de determinados registros públicos referidos al mercado de valores, en la inscripción y cancelación de los actos registrables, en la autorización de creación de las Bolsas de Valores, en la aprobación de los reglamentos y estatutos de éstas así como su modificación, en la autorización y supervisión de los corredores públicos de títulos valores y la revocación o suspensión de su autorización, en la intervención, si lo estima conveniente, con voz pero sin derecho de voto en las asambleas de accionistas u obligacionistas de las sociedades cuyos títulos valores sean objeto de oferta pública, etc., etc.

En fin, de la enumeración que el examinado artículo 10 de la Ley del Mercado de Capitales hace resulta innegable el carácter puramente administrativo de las atribuciones de la Comisión Nacional de Valores.

De acuerdo con lo hasta aquí expuesto podemos contestar ya a la primera de las cuestiones planteadas: la competencia que la Ley de Mercado de Capitales atribuye a la Comisión Nacional de Valores es exclusivamente de carácter administrativo o de derecho público. El amplio objeto que dicha Ley encomienda en su artículo 2 a la Comisión Nacional de Valores ("regular, vigilar y fiscalizar el mercado de capitales") no puede entenderse más que con el alcance y contenido que resulta de las "atribuciones y deberes" del antes examinado artículo 10. Así, pues, teniendo estos últimos un carácter puramente administrativo, este carácter tendrá también, necesariamente, el objeto definido por el citado artículo 2.

Ello significa, como conclusión lógica, que la Comisión Nacional de Valores no podrá ejercitar atribuciones ni, por tanto, tendrá competencias que excedan del ámbito administrativo y, en consecuencia, no podrá inmiscuirse en actuaciones o decisiones que sean de la competencia de otra jurisdicción y, en concreto, de los Tribunales civiles o mercantiles.

2. La segunda cuestión planteada dentro de esta primera consulta es el carácter y alcance de la competencia atribuida a la Comisión

Nacional de Valores por los artículos 2 Y 10, numeral 12. de la Ley de Mercado de Capitales.

Respecto del artículo 2, ya hemos adelantado que más que una atribución de competencia lo que hace este precepto es fijar el objeto general de la actividad de la Comisión Nacional de Valores, dejando al artículo 10 la concreción de las atribuciones y facultades que se entregan a dicha Comisión. Reiteramos lo dicho acerca del carácter en todo caso y exclusivamente administrativo de dicho objeto.

Respecto al contenido de la atribución del artículo 10, numeral 12, opina el Letrado informante que cuando dicho precepto faculta a la Comisión Nacional de Valores para "adoptar las medidas necesarias para resguardar los intereses de quienes hayan efectuado inversiones en acciones y otros títulos valores sujetos a esta Ley" no está confiriendo a dicha Comisión Nacional un poder omnímodo extensible a todos los ámbitos de la vida jurídica, pues tiene unos límites evidentes.

El primer límite viene determinado "ratione materiae": siendo la Comisión Nacional de Valores un ente de la Administración Pública, el ejercicio de las amplísimas facultades discrecionales que le atribuye el artículo 10, numeral 12, deberá ceñirse exclusivamente al ámbito de las relaciones jurídico-administrativas.

El segundo límite viene impuesto por todos aquellos elementos tradicionalmente usados en la doctrina y la jurisprudencia para el control de la discrecionalidad administrativa: a) la adecuación al fin para el que se atribuye la potestad administrativa (su infracción supondría incurrir en desviación de poder y su consiguiente nulidad, según resulta del artículo 12 de la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos y, en Derecho Español, de los artículos 83 de la Ley de la Jurisdicción Contencioso-Administrativo y 48.1 y 115 de la Ley de Procedimiento Administrativo); b) el respeto a los principios generales del Derecho, en especial, por lo que aquí interesa, los de la buena fe, de la razonabilidad y proporcionalidad, de congruencia, de interdicción de la arbitrariedad, etc.; c) el control de los hechos determinantes, es decir, la realidad del hecho que funciona como presupuesto fáctico de la norma de cuya aplicación se trata (Todos estos extremos han sido estudiados por el Letrado informante en su obra, en colaboración con T. R. FERNANDEZ, *Curso de Derecho Administrativo*, I Tomo, pág. 215 y ss., Madrid, 1989). En el presente caso, y sin perjuicio de lo que luego se dirá acerca

de la competencia de la Comisión Nacional de Valores para pronunciarse sobre la existencia o no de acciones en tesorería, el control de las facultades discrecionales del artículo 10, numeral 12, podría apoyarse en que la Resolución 284/90, de 26 de octubre de 1990 de la Comisión Nacional de Valores se funda en simples presunciones, no en hechos probados acreditativos de que las acciones en cuestión hayan sido adquiridas realmente en nombre o por cuenta del Banco de Venezuela, S.A.I.C.A.

3. La declaración de que las acciones del Banco de Venezuela, S.A.I.C.A., adquiridas por diversas sociedades mercantiles independientes de aquél son "acciones en tesorería" por haber sido adquiridas supuestamente por éstas en nombre o por cuenta de dicho Banco no puede hacerse por la Comisión Nacional de Valores cuando tal declaración se funda en simples presunciones cuya autenticidad es negada y contradicha por las sociedades afectadas.

Si las sociedades mercantiles afectadas hubieran hecho declaración y reconocimiento público de que la adquisición de las citadas acciones fue en calidad de personas interpuestas del Banco de Venezuela, S.A.I.C.A., o si existiera un documento fehaciente que acreditara tal extremo, la Comisión Nacional de Valores tendría una justificación o fundamento de su declaración de ser dichas acciones en tesorería del citado Banco. Pero, cuando, como ocurre en el supuesto objeto de Dictamen, existe controversia sobre la realidad de los hechos y, más en concreto, sobre la titularidad de las acciones en cuestión, la Comisión Nacional de Valores no puede hacer declaraciones que supongan la modificación de dicha titularidad por tratarse tanto el derecho de propiedad como los derechos de los accionistas de materias típicas del Derecho Privado (Civil y Mercantil), de forma tal que la resolución de los conflictos que sobre ellas puedan plantearse compete exclusivamente a los Tribunales ordinarios mercantiles por expresa disposición de los artículos 77, apartado c), de la Ley Orgánica del Poder Judicial y 77, apartado c), del Código de Comercio de Venezuela.

En otras palabras, la cuestión de quiénes sean los verdaderos titulares de las acciones de referencia sólo puede ser resuelta, de existir controversia sobre ello, por los tribunales de Justicia competentes, pero nunca por una autoridad u organismo administrativo.

En consecuencia, estima el Letrado informante que el artículo 10, numeral 12, de la Ley de Mercado de Capitales no faculta a la Comisión Nacional de Valores para determinar quién sea el titular de determinadas acciones si sobre ello se hubiere suscitado controversia y, por tanto, la Comisión no podrá declarar que esas acciones son propias o en tesorería mientras no exista un pronunciamiento judicial previo que declare quién es su verdadero titular.

II. *La Comisión Nacional de Valores, carece de competencia para ampliar los supuestos a que se refiere el artículo 43 de la Ley de Mercado de Capitales*

1. La Ley de Mercado de Capitales dispone en su artículo 43 que:

> "Las sociedades cuyos títulos valores estén inscritos en el Registro Nacional de Valores no podrán adquirir a título oneroso sus propias acciones, salvo que se cumplan todas las condiciones siguientes:
>
> 1°. Que la adquisición sea autorizada por la asamblea de accionistas;
> 2°. Que la adquisición se haga con utilidades no distribuidas o con sumas provenientes de apartados de utilidades no afectados por los estatutos o por la Ley para fines específicos según el ultimo balance general aprobado por la asamblea ordinaria de accionistas; y
> 3°. Que las acciones estén totalmente pagadas. Dichas acciones podrán adquirirlas a título gratuito siempre y cuando estén totalmente pagadas".

De acuerdo con el tenor literal del precepto transcrito tendrán, pues, la consideración de acciones propias o en tesorería solamente aquellas acciones que sean adquiridas por la propia sociedad emisora. La Ley de Mercado de Capitales no extiende la calificación de acciones propias o en tesorería a las acciones de una sociedad dominante o matriz adquiridas por una sociedad dominada o filial. En eso se diferencia de otros ordenamientos como el español, cuya Ley de Sociedades Anónimas, Texto Refundido vigente, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, al regular en su artículo 75 y conexos el régimen de las "acciones propias", contempla expresamente

el supuesto de que acciones de la sociedad dominante sean adquiridas por la sociedad dominada o filial.

Como pone de manifiesto el Profesor Fernando Sánchez-Calero en su Dictamen sobre el "Régimen de la adquisición de acciones de la sociedad matriz por parte de las filiales en el Derecho venezolano", incluido en la documentación aportada a este Letrado y al que nos remitimos, el artículo 43 de la Ley de Mercado de Capitales tiene una redacción paralela a la del artículo 47 de la vieja Ley de Sociedades Anónimas española de 17 de julio de 1951, que al regular la adquisición de acciones propias no incluía el supuesto de las acciones de una sociedad matriz que son adquiridas por una sociedad filial.

Es más, de la documentación examinada (en concreto, la obra de HUGO NEMIROVSKY, *Ley de Mercado de Capitales*, Caracas, 1989; pág. 116 y ss.) se desprende que la Comisión Nacional de Valores ha mantenido en casos precedentes la interpretación de que las acciones de una sociedad matriz poseídas por una sociedad filial "jurídicamente no pueden ser consideradas como tales (acciones propias), *toda vez que las filiales son personas jurídicas distintas de la matriz*" (así consta en el Informe Anual de la Comisión Nacional de Valores del año 1985, pág. 25, que se transcribe en la obra citada).

Pues bien, estima el Letrado informante que la Comisión Nacional de Valores ha modificado, en el caso sometido a dictamen, el ámbito y alcance del comentado artículo 43 de la Ley de Mercado de Capitales al introducir un nuevo supuesto de acciones en tesorería: el de las acciones de la sociedad matriz poseídas por una sociedad filial. Supuesto que no está contemplado en la Ley y respecto del que puede sostenerse que el legislador no quiso incluir en dicho artículo 43 pese a poder libremente hacerlo, como así ha ocurrido recientemente en el Derecho español, según antes vimos.

Entendemos, además, que la inclusión por la Comisión Nacional de Valores de ese nuevo supuesto dentro de la prohibición del artículo 43 no sólo constituye la extensión del alcance de una norma restrictiva o prohibitiva, sino también una limitación al principio "pro libertate" que rige, sin duda, en el Derecho Mercantil venezolano: está permitido todo lo que no esté prohibido. Queremos decir, con ello, que semejante limitación debería ser introducida por el Legislador en virtud de sus poderes soberanos, mediante la correspondiente modificación legisla-

tiva, y no por un ente administrativo, como es la Comisión Nacional de Valores, por la vía de la interpretación.

2. Sin perjuicio de lo dicho, estima el Letrado informante que, habiendo sostenido la Comisión Nacional de Valores, en casos precedentes, que la adquisición de acciones de la sociedad matriz por una filial no convierte a aquéllas en acciones en tesorería, el nuevo criterio ahora adoptado en su Resolución 284/90, de 26 de octubre de 1990, podría ser considerado como un supuesto de retroactividad del acto administrativo, en cuanto estaría afectando a una situación jurídica nacida de hechos anteriores al cambio de criterio interpretativo operado en la mencionada Resolución 284/90. Habría, cuando menos, una retroactividad parcial por afectar a efectos posteriores de actos anteriores a la citada Resolución, actos cuyo régimen jurídico ha quedado alterado a partir de ésta. Nos planteamos hasta qué punto esta retroactividad parcial no podrá ser causa de anulación —o, al menos, de impugnación— de anteriores actos societarios del Banco de Venezuela, S.A.I.C.A. y de las demás sociedades afectadas.

Así, pues, para la hipótesis de que el nuevo criterio interpretativo de la Resolución de la Comisión Nacional de Valores 284/90, de 26 de octubre de 1990, se estimase ajustado a Derecho, podría sostenerse que en cuanto pretenda aplicarse a situaciones anteriores —como ocurre en el supuesto de este Dictamen— adolece de nulidad por ir en contra de la prohibición de retroactividad de los actos administrativos del artículo 11 de la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos.

III. *La Comisión Nacional de Valores carece de competencia para declarar la nulidad de operaciones bursátiles de compra-venta de acciones. La legimitación para pedir su anulación corresponde a los accionistas que se consideren perjudicados y a los administradores que hayan votado en contra*

1. El artículo 44 de la Ley de Mercado de Capitales dispone que:

> "La adquisición de acciones propias en contravención a lo dispuesto en el artículo anterior es nula y los administradores serán responsables por los daños y perjuicios que hubiesen causado".

Estimamos que ésta no es norma de Derecho Público sino, más bien, una norma típica de Derecho Privado y, en concreto del Derecho Mercantil, aún cuando esté recogida en una Ley fundamentalmente de carácter público como es la Ley de Mercado de Capitales.

Pero, además, tanto el artículo comentado como los demás que integran el Capítulo III ("De las Acciones en Tesorería") del Título II ("De los Títulos Valores sometidos al control de la Comisión Nacional de Valores") de dicha Ley de Mercado de Capitales son auténticas normas de Derecho Privado, que regulan aspectos puramente mercantiles del derecho societario y que, en todo caso, recaen sobre relaciones entre particulares: así, requisitos para la adquisición de acciones propias, efectos de estas adquisiciones (pérdida del derecho de voto, pérdida de los derechos económicos, pérdida del derecho preferente de suscripción, etc.). Se trata, en fin, de normas que en otros Ordenamientos Jurídicos están recogidas en Leyes típicamente civiles o mercantiles. Así, por ejemplo, ocurre en el Derecho español, en el que la regulación de los negocios sobre las propias acciones, incluido el régimen sancionador, está recogido en los artículos 74 a 89 de la antes citada Ley de Sociedades Anónimas, Texto Refundido de 22 de diciembre de 1989.

Todo lo anterior tiene interés en cuanto justifica nuestra opinión de que la nulidad con que el artículo 44 de la Ley de Mercado de Capital sanciona la infracción del precedente artículo 43, aun cuando sea "ex lege", sólo podrá ser declarada por los Tribunales competentes de la jurisdicción mercantil al tratarse de la extinción o revocación de negocios de naturaleza jurídico-privada, sobre los que, como ya expusimos anteriormente, carece de toda competencia la Comisión Nacional de Valores por tratarse de un ente de la Administración Pública cuyo ámbito de actuación es, naturalmente, el de las relaciones jurídico-administrativas.

2. Estimamos que esa nulidad no es expresión de la potestad administrativa sancionatoria no sólo por la naturaleza de la relación jurídica afectada, sino, además, porque la propia Ley de Mercado de Capitales no la incluye dentro del cuadro de sanciones administrativas previstas en el Capítulo I ("De las sanciones administrativas" de su Título VII ("De las sanciones"), pues las únicas sanciones administrativas previstas en los artículos 143 a 146 son las pecuniarias.

Más aún. El examinado Capítulo I del Título VII de la Ley de Mercado de Capitales comienza con un precepto, el artículo 132, en el que se dice:

> "Las sanciones administrativas a que se refiere el presente Capítulo serán impuestas por la Comisión Nacional de Valores mediante resolución motivada".

Del precepto transcrito podemos extraer una doble consecuencia: 1ª) No hay más sanciones administrativas que las previstas en dicho Capítulo I; por tanto, la nulidad del artículo 44 no es una sanción administrativa por estar incluida en el Capítulo III del Título II de la Ley de Mercado de Capitales; 2ª) La Comisión Nacional de Valores sólo tiene competencia para imponer las sanciones administrativas previstas en el Capítulo I del Título VII de la Ley de Mercado de Capitales; por tanto, carece de competencia para declarar la nulidad de una operación bursátil de compraventa de acciones que infrinja el artículo 43 de dicha Ley.

Algo parecido sucede en el Derecho Español, en el que el artículo 76 de la ya citada Ley de Sociedades Anónimas, Texto Refundido de 22 de diciembre de 1989, al regular los efectos del incumplimiento de los requisitos bajo los que pueden adquirirse las acciones propias, sanciona con "la *nulidad del negocio de adquisición*" la infracción del requisito de que "las acciones adquiridas se hallen íntegramente desembolsadas". Pero tal nulidad no se incluye entre las sanciones —también exclusivamente pecuniarias— que el artículo 89 de la misma Ley autoriza a imponer al Ministerio de Economía y Hacienda por la infracción de cualquiera de las prohibiciones previstas en el régimen de los negocios sobre las acciones propias. Es, pues, una nulidad que deberá hacerse valer necesariamente ante los Tribunales Civiles.

3. La legitimación para solicitar la declaración de nulidad de la compraventa bursátil de acciones propias realizada en contravención del artículo 43 de la Ley de Mercado de Capitales corresponderá a los accionistas que se consideren perjudicados por la adquisición así como aquellos Administradores de la sociedad adquirente que se hubieran opuesto a dicha adquisición, para quienes será la forma de liberarse de la responsabilidad exigible a los Administradores, de conformidad con el artículo 44, por los daños y perjuicios que hubieren causado.

4. De acuerdo con lo expuesto a lo largo de este Dictamen, estima el Letrado informante que ningún otro Organismo administrativo tiene competencia para declarar la nulidad de la adquisición de las acciones propias o en tesorería.

Del Dictamen expuesto resultan las siguientes

Conclusiones

Primera. La Comisión Nacional de Valores carece de competencia para declarar que las acciones del Banco de Venezuela, S.A.I.C.A., adquiridas por diversas sociedades que aquélla considera dominadas o filiales de éste son acciones propias o en tesorería de dicho Banco por no estar acreditada esa condición de dominada o filial por parte de las sociedades adquirentes y ser ésta una cuestión litigiosa a resolver ante los Tribunales de la Jurisdicción Mercantil.

Segunda. La Comisión Nacional de Valores carece de competencia para modificar por vía interpretativa el ámbito del artículo 43 de la Ley de Mercado de Valores, no pudiendo ampliar los supuestos en que se considera producida una adquisición de acciones propias por ser ésta competencia del Legislador. La interpretación que la Comisión Nacional de Valores hace en su Resolución 284/90, de 26 de octubre de 1990, va, además, en contra del principio de irretroactividad de los actos administrativos por aplicarse a la adquisición de acciones realizada con anterioridad a dicha Resolución.

Tercera. La nulidad que el artículo 44 de la Ley de Mercado de Valores impone a las adquisiciones de acciones propias realizadas en contravención del artículo 43 de la misma Ley no es una sanción administrativa, careciendo la Comisión Nacional de Valores de competencia para declararla y siendo su declaración de la competencia de los Tribunales de la Jurisdicción Mercantil.

Tal es mi Dictamen, que someto a cualquier otro mejor fundado, y que doy y firmo en Madrid a treinta de julio de mil novecientos noventa y uno.

Eduardo García de Enterría

Massimo Severo Giannini

Profesor de la Facultad de Derecho
de la Universidad de Roma
Italia

Opinión sobre la Resolución de la Comisión Nacional de Valores N° 284/90

1. Una de las manifestaciones típicas de la Administración Pública en la actualidad, es aquella que se refiere a los órganos públicos que tienen atribuciones en materia bancaria y financiera creados por empresas privadas. Las razones por las cuales el Estado se ocupa de estas materias son conocidas desde hace mucho tiempo, y consisten en la necesidad de tener cuando menos una presencia pública en estos dos sectores fundamentales de la vida económica, y en el hecho de que la normativa en ambos sectores es sustancialmente pobre; por lo general son sólo normas del Código Civil y de Comercio y otras veces, costumbre.

Los órganos en cuestión son del Estado: no se conocen hasta ahora casos en los cuales se haya establecido de otra manera.

Se conocen dos especies fundamentales bajo el aspecto organizativo: aquélla de órganos particulares de la Administración Pública y la de órganos independientes. Los de la primera especie son órganos particulares de una mayor administración del Estado, como podría ser un ministerio de economía, de hacienda, etc.

Los órganos independientes, en cambio, no tienen dependencia ni jerárquica, ni funcional, respecto a otras administraciones del Estado, y constituyen las formas más modernas de administración pública de la economía, en cuanto no dependen de ningún otro órgano del Estado (salvo aquellos que tienen meros poderes de dirección, como el Consejo de Ministros, al cual ellos también están subordinados en los límites en los cuales no sea tocada su posición de independencia, ni por el aspecto jerárquico, ni por el funcional).

Como es sabido, los órganos independientes del sector económico son figuras modernas cuyas estructuras organizativas, hoy en expansión, retoman y adaptan figuras menos recientes, como los Consejos de Estado, las Cortes de Cuentas, y similares. De esto se deriva la incertidumbre que a veces pesa sobre tales estructuras, en especial en relación a los poderes y al ejercicio de los mismos. En cuanto a los órganos no

independientes, por lo regular no surgen problemas particulares, en cuanto actúan en el ámbito de relaciones de sobreordenación, regidas por normas tradicionales.

Existen también otras distinciones de tales órganos, en relación a las diversas clasificaciones posibles para los órganos de entes públicos. Una de las que más ha interesado a los teóricos, es la distinción entre órganos con potestades puramente administrativas, y órganos poseedores conjuntamente de potestades administrativas y normativas.

Los órganos de esta última categoría han dado lugar a una discusión aún pendiente, en cuanto sus actos normativos se pueden producir tanto por los órganos dependientes como por los órganos independientes, es decir, se trata de una atribución que prescinde de la posición organizativa del órgano mismo. Por el contrario, es muy discutido, el punto que concierne las normas jurídicas que son dictadas por tales órganos.

La jurisprudencia de diferentes países en los cuales tales órganos existen, ha establecido en vía general, que se está en presencia de "actos normativos secundarios atípicos". Es decir, actos normativos que no tienen fuerza de ley, y por ello, actos que no son idóneos para modificar el contenido de normas primarias en sentido propio; donde no sólo el primado de la norma de ley, sino la intangibilidad del contenido imperativo de las mismas por parte de la norma del órgano.

En cuanto son actos normativos "secundarios" están totalmente subordinados a los actos normativos primarios, esto es, a las leyes en sentido propio, y a los actos normativos que en los ordenamientos positivos poseen fuerza de ley. Por otra parte es difícil que un contraste entre el contenido de los actos que tengan fuerza de ley y el contenido de actos normativos secundarios promulgados por estos órganos, efectivamente tenga lugar; por lo general los actos normativos secundarios emanados de los órganos en cuestión, regulan ámbitos dejados al descubierto por normas de ley en sentido estricto. De resto, es suficiente hojear cualquier recopilación de tales actos, para revelar cómo los mismos tienen por objeto la actividad de entes crediticios, contratos de financiamiento, etc., en sus diversas figuras: relaciones interprivadas que surgen en los ámbitos de contratos de crédito, de garantía pecuniaria, de utilización de créditos, y similares; es decir, todas las materias en las cuales nada dicen los códigos y otras leyes generales. Se entiende que al disciplinar todas estas materias, estos actos normativos secundarios

emanados de los órganos independientes que regulan aquellas materias que están relacionadas con el crédito y los financiamientos, deben estar subordinados estrictamente a lo dispuesto por los actos normativos primarios o generales, como los códigos; o leyes especiales, como leyes estatales que tocan las materias en cuestión (ejemplo: leyes especiales sobre crédito agrario, leyes especiales sobre las relaciones que surgen de actos de financiamiento, de origen público, así como también privado, etc). Esto significa, que en la práctica, pueden surgir a menudo problemas complejos, en virtud de la interpretación de dichas leyes generales o especiales.

Finalmente hay que poner en evidencia como, con frecuencia, el conjunto de los entes y de las empresas de naturaleza privada, puestas bajo el control, o también la dirección, de los órganos particulares de los cuales se está hablando, constituya un ordenamiento jurídico propio, regido por reglas jurídicas propias que, en general no son relevantes jurídicamente fuera del mismo y hacia el exterior. Dichos ordenamientos, llamados según las construcciones más acreditadas, "ordenamientos seccionales", tienen en los órganos particulares su organización y su autoridad regidora, las cuales por lo tanto excluyen que otros órganos del Estado puedan intervenir en las relaciones jurídicas que existen, o se van a constituir.

Esta premisa, aparentemente larga, sirve para localizar de inmediato las cuestiones que surgen en las situaciones ocasionadas por los problemas planteados; y para advertir que estamos en presencia de cuestiones no siempre fáciles, por las diversas implicaciones que le conciernen.

2. La Ley de Mercado de Capitales es una buena ley que regula conjuntamente actividades bancarias y financieras. La misma prevé además una Comisión Nacional de Valores, como órgano administrativo puesto a la dirección del sector.

Al órgano en cuestión, la ley no atribuye poderes normativos, y lo coloca como órgano ministerial de dirección y de control, siendo un órgano con potestades limitadas, respecto a órganos existentes en otros ordenamientos. Por ejemplo, en Italia los órganos son dos, ambos independientes: el Banco de Italia, titular del órgano estatal "Inspectoría de Crédito y del Ahorro"; y la Compañía Nacional para la Sociedad y la Bolsa —CONSOB—, ambas poseedoras de poderes normativos. Con

esto, nótese, no se quiere decir que la Comisión Nacional de Valores sea órgano con incidencia marginal: al tener potestad esencialmente de control, incide profundamente en la actividad de los institutos de crédito que a ella se subordinan. Es inútil recordar que cuando corrientemente se dice "control" de órgano estatal sobre empresas que desempeñen determinadas actividades económicas, no es un control-revisión de las actividades realizadas por las empresas, sino un control-dirección, es decir que se manifiesta mediante poderes de dirección y de verificación concretos, de observancia de la dirección por parte de dichas empresas.

El caso que dio origen a la cuestión que se plantea es bastante sencillo: al final de 1990, tres accionistas del Banco de Venezuela, SAICA, esto es dos empresas de seguro y una financiera, titulares de 5.021.509 acciones, solicitaron a la Comisión Nacional de Valores que las acciones del Banco poseídas por 22 empresas filiales y controladas por el Banco, correspondientes al 23% del capital social del Banco y constituyentes de un "grupo", fueran declaradas acciones en tesorería (*ex.* art. 263 C. Co.); y por lo tanto en aplicación de la "Ley de Mercado de Capitales" (arts. 43 y 47), se excluyeron de los cómputos del quórum en las asambleas. La Comisión, por decisión del 1° de noviembre de 1990, acogió la solicitud, y consecuentemente declaró acciones en tesorería las acciones propiedad de las 22 sociedades.

En la decisión están contenidas también afirmaciones, en verdad muy cautelosas: que las sociedades constituirían un "grupo" en el sentido jurídico del término, que ese grupo actuaría unitariamente; y que existiría un acuerdo con el mismo Banco. Sin embargo, no queda claro si estas afirmaciones son sólo *ad-colorandum*, o derivan de averiguaciones cumplidas por la Comisión misma.

Se ha solicitado una opinión jurídica de dicha Resolución.

3. Para comenzar podemos señalar; que se puede prescindir de las afirmaciones que se calificaron como *"ad-colorandum"*. Si las mismas fuesen exactas, se estaría en presencia de un pacto para-social, que en cuanto podría ser entendido como pacto dirigido hacia la obtención de un control del Banco por parte de terceras empresas, sería *contra legem* (ilicitud de la finalidad), por lo cual, se debería pedir al juez civil la respectiva declaratoria. Pero no hay elementos, en los actos de la controversia, de los cuales se pueda derivar el fundamento de los asuntos, y en cualquier caso sería fácil observar que la autoridad judicial

debería, una vez comprobada la finalidad ilegítima del así llamado grupo y su efectiva acción perturbadora, disponer su disolución.

La Resolución de la Comisión Nacional de Valores va entonces considerada por aquello que forma su contenido jurídico puro, y desde este punto de vista, la misma está seguramente viciada.

En primer lugar la Resolución parte de un enunciado que, aunque no esté formulado de manera expresa, constituye la base sobre la cual se fundamenta. El enunciado es el siguiente: que en los grupos societarios, las sociedades que poseen naturaleza de socios, pueden detentar acciones de la sociedad matriz pero sólo como acciones en tesorería. Por lo tanto, la titularidad de dichas acciones no es computable a los fines de la determinación cuantitativa de la medida del derecho que corresponde a cada socio, ni comporta la correlativa atribución de los derechos de socio en las asambleas sociales o en otras sedes en las cuales haga falta fundamentarse en la medida cuantitativa del derecho de socio.

Ahora bien, este enunciado tiene una indudable naturaleza normativa. Para demostrarlo basta simplemente observar que el mismo no se encuentra en ninguna legislación nacional conocida: constituye una novedad en sentido absoluto, en el sentido que, en las legislaciones positivas conocidas, los socios de las sociedades que constituyen un grupo pueden ser accionistas, en sentido pleno, de la sociedad matriz (y viceversa, como justamente es el caso del *arquetipo* de la figura jurídica "grupo societario"), si son titulares de acciones de la misma. Se puede agregar que dicha regla podría ser establecida convencionalmente, es decir, tanto en sede constitutiva del grupo, como con una deliberación normativa sucesiva de la asamblea decisora del mismo: de hecho no constituye regla ilegítima o ilícita.

Sólo que no se conocen casos positivos de grupos societarios que hayan adoptado y, hay que agregar, no está dado comprender con facilidad cual podría ser la razón jurídica por la cual podría ser adoptada. No tendría sentido responder que la sociedad matriz podría temer que en su propio interior se constituyesen ciertas mayorías estables de la sociedad-socio, tales que pudiesen asumir o limitar los poderes de decisión del grupo: no podemos olvidar que en el grupo societario, la sociedad matriz tiene siempre poderes de control de las sociedades del grupo y, que en el ejercicio de estos poderes, puede adoptar determinaciones idóneas para asegurar la libertad de decisión.

Tal afirmación sólo podría contradecirse alegando que en la práctica ello no siempre es cierto. Sin embargo, esto sólo serviría para constatar que en concreto existen también grupos imperfectos bajo el perfil organizativo: y ello es cierto; pero ha sido pacíficamente aceptado que la imperfección organizativa de un grupo societario constituya una cuestión de mero hecho, no existiendo obstáculos jurídicos para que el grupo societario adopte organizaciones más satisfactorias, bajo el aspecto jurídico, y no existiendo en ningún ordenamiento estatal una norma que imponga a los grupos societarios adoptar organizaciones jurídicamente satisfactorias y, mucho menos, perfectas.

Se llega así a la conclusión de que la Comisión Nacional de Valores adoptó una Resolución que presupone una norma jurídica precisa sobre la posesión de acciones en un grupo societario. Pero, como se ha dicho, la Comisión no tiene poderes normativos, a diferencia de órganos similares existentes en otros ordenamientos. La consecuencia es que su pronunciamiento va más allá de aquellos que son sus poderes, de manera por demás evidente, encontrándose viciada de incompetencia.

El hecho es aún más grave en la pequeña historia de los grupos societarios en cuanto hay numerosos casos en los que la autoridad pública ordenadora, ha constatado que no puede actuar por una laguna legal existente y ha invitado al legislador a proveer al respecto.

4. A este vicio de incompetencia de la Resolución de la Comisión se agrega otro evidente vicio de violación de la ley, que consiste en la distorsión total de la noción "acciones en tesorería".

Según el orden conceptual que rige esta materia, el cual en este punto es uniforme en todas las normativas vigentes en los distintos ordenamientos estatales, las acciones en tesorería son acciones que no quedan fuera de la disponibilidad por parte de quien es su titular: el titular es propietario y hace suyos los frutos, pero pierde el ejercicio de los otros derechos que comporta la titularidad de las acciones; entre éstos principalmente los derechos atinentes a la administración y la gestión, de dirección y patrimonial, de la sociedad a la cual se refiere la acción. La acción en tesorería es por tanto, una mera acción de ahorro, que comporta frutos pero no la titularidad de derechos específicos.

En la norma jurídica inventada por la Comisión aparece por el contrario, una acción en tesorería de una tercera sociedad; no se tienen por lo tanto, acciones del Banco de Venezuela poseídas por el Banco

mismo, sino acciones propiedad de otras personas jurídicas, que además no están siempre constituidas por bancos y empresas financieras, sino que son personas que desarrollan otra actividad o misión. Debe entonces excluirse, casi por definición, que estas acciones puedan ser definidas como acciones en tesorería, en cuanto no son propiedad del Banco.

Prescindiendo del hecho de que las otras personas propietarias de las acciones puedan ser frecuentemente personas jurídicas que quedan fuera del ámbito de eficacia jurídica de las normas emanadas de la Comisión (considérese de hecho que la eventual normativa no tiene relevancia sino para las personas jurídicas que encuentran en el ámbito de sus poderes), lo que la Comisión no puede hacer es tomar la noción de acción en tesorería y extenderla, del sujeto titular de la acción, a terceras personas, que en este caso son simples socios de un grupo de sociedades. Ello sólo podría hacerlo, en abstracto, un legislador poseedor de la potestad de dictar normas primarias, en cuanto se tiene un alargamiento notorio de la noción de acciones en tesorería a casos específicos del todo diferentes.

5. No son sólo estos dos los vicios de la Resolución de la Comisión; en efecto, a medida que se avanza en su análisis se prospectan otros. Sin embargo, los dos aquí analizados son, si así puede decirse, vicios que tocan en su raíz la "sustancia" de la Resolución, haciéndola inválida.

Lo que puede decirse, en conclusión, es que la Resolución de la Comisión Nacional de Valores asocia dos vicios de rara verificación. Cabe preguntarse, además, cómo es que la Comisión no se percató de que estaba legislando, sea al adoptar una calificación jurídica que está atribuida a acciones de una sociedad matriz, cuando las mismas se encuentran en manos de un grupo societario; así como al distorsionar una noción jurídica bien precisa: aquella de acciones en tesorería, a la cual viene a atribuirse un contenido no sólo diferente de aquel establecido en la ley (el art. 263 C. Co. y el art. 43 de la Ley de Mercado de Capitales), sino objetivamente peligroso en cuanto a su aplicación concreta.

Roma, 21 de enero de 1992.

Massimo Severo Giannini

Roland Drago

Miembro del Instituto de Francia
Profesor de la Universidad de Derecho, Economía y Ciencias Sociales de París - París II
Francia

Consulta sobre la Resolución de la Comisión Nacional de Valores N° 284/90.

Sumario: CAPITULO I. MARCO GENERAL DE LA CONSULTA. SECCIÓN I. *Preguntas planteadas y Plan de Estudio.* SECCIÓN II. *Utilidad del Derecho Francés.* CAPITULO II. COMPETENCIA DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES PARA TOMAR LA DECISION IMPUGNADA. SECCIÓN I. *Noción y régimen de las acciones en Tesorería.* SECCIÓN II. *Competencia de la Comisión Nacional de Valores según la Ley de Mercado de Capitales.* SECCIÓN III. *Soluciones dadas por la Jurisprudencia Francesa.* CAPITULO III. ATRIBUCIONES DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES EN LA MATERIA. SECCIÓN I. *Problemas del derecho de la defensa.* SECCIÓN II. *Ambito y Límites de las atribuciones de la Comisión Nacional de Valores en la materia.* SECCIÓN III. *Determinación de los criterios de acciones en Tesorería y aplicación retroactiva de la decisión de la Comisión Nacional de Valores.* SECCIÓN IV. *Poder sancionador de la Comisión Nacional de Valores, particularmente en la declaración de nulidad de una operación bursátil.* SECCIÓN V. *Naturaleza de nulidad prevista en su artículo 44 y sus consecuencias.*

El suscrito Roland Drago, consultado por los señores BAUMEISTER Y BREWER, abogados consultores de Caracas (Venezuela), en representación de la Sociedad Financiera de Venezuela, S.A.I.C.A., sobre la competencia de la Comisión Nacional de Valores (CNV), establecida por la Ley de Mercado de Capitales y, particularmente, sobre el sentido y alcance de su decisión N° 284-90, de fecha 26 de octubre de 1990, según la cual las acciones del Banco de Venezuela SAICA, poseídas en propiedad por diversas compañías deben ser consideradas como "acciones en tesorería", de conformidad con lo establecido en los artículos 43 al 48 de la precitada ley, emite la siguiente opinión:

Los señores BAUMEISTER Y BREWER, en comunicación de fecha 13 de Agosto de 1991 hicieron al suscrito los siguientes planteamientos que se exponen a continuación: (Capítulo 1°, Sección I) con respecto al problema expuesto anteriormente, teniendo en cuenta el hecho de que la precitada decisión está actualmente deferida por un recurso de amparo interpuesto ante la Corte Primera de lo Contencioso-Administrativo.

La presente consulta comprende los tres capítulos siguientes:

1. Marco general de la consulta
2. Competencia de la CNV para tomar la decisión impugnada
3. Atribuciones de la CNV en la materia

Capítulo I. Marco General de la Consulta

Este primer capítulo, que servirá de alguna manera de introducción al presente estudio, estará dividido en dos secciones presentando, por una parte, las preguntas planteadas y justificando el plan del estudio y, por la otra, la utilidad del derecho público francés en la solución de los problemas planteados.

Sección I. Preguntas Planteadas y Plan de Estudio

Las preguntas planteadas fueron las siguientes:

1. ¿Tiene la Comisión Nacional de Valores competencia para declarar, por vía administrativa, que las acciones en una empresa adquiridas por otras empresas con personalidad jurídica, son acciones en tesorería de la primera?

2. ¿Cuál es el carácter de la competencia atribuida a la Comisión Nacional de Valores por los artículos 2 y 10, numeral 12 de la Ley de Mercado de Capitales; y cuáles son los límites al ejercicio de dicha competencia, y particularmente en cuanto al ejercicio del poder discrecional?

3. ¿El artículo 10, numeral 12 de la Ley de Mercado de Capitales habilita a la Comisión Nacional de Valores, para declarar que las acciones de una empresa dada, adquiridas por otras empresas, son acciones en tesorería de la primera?

4. ¿Puede la Comisión Nacional de Valores, en ausencia de previsión legal expresa, establecer en un acto administrativo particular (no normativo) un criterio sobre acciones en tesorería diferente al establecido por la Ley de Mercado Capitales (art. 43) y aplicarlo retroactivamente a las acciones adquiridas por diversas empresas respecto de otra, con la cual ni siquiera tienen la relación filial-matriz?

5. ¿Tiene competencia la Comisión Nacional de Valores para declarar la nulidad de una operación bursátil de compra-venta de acciones de una empresa, por el hecho de que conforme a la interpretación que le da al artículo 48 de la Ley de Mercado de Capitales, supuestamente no se dio cumplimiento a uno de los requisitos establecidos en la norma? ¿Podría considerarse esa nulidad como un derivado de la potestad administrativa sancionatoria?

6. ¿Qué clase de nulidad es la establecida por el artículo 44 de la Ley de Mercado de Capitales y quién tiene legitimidad para solicitar la declaratoria de nulidad?

7. ¿Cuál otro organismo administrativo (Superintendencia de Bancos) tendría competencia para declarar como acciones en tesorería las referidas acciones o para declarar la nulidad de su venta?

El suscrito ha estimado que estas preguntas, como es normal, se interelacionan y pueden ser reagrupadas en dos capítulos, sin perjuicio de hacerlas reaparecer dentro de las subdivisiones de esos capítulos.

Las preguntas 1 y 3 se refieren a un problema de competencia, y compondrán el Capítulo II.

Las preguntas 2, 4, 5, 6, y 7 se refieren a un problema de legalidad material, y compondrán el Capítulo III.

Sección II. Utilidad del derecho francés

Si el suscrito ha sido consultado, es como especialista en derecho público francés y especialmente en Contencioso-Administrativo. En efecto, los problemas planteados son problemas de derecho público y de contencioso administrativo y no interfieren sino de manera accesoria sobre el derecho mercantil, aunque la materia sea evidentemente mercantil. Se puede suponer entonces que las soluciones dadas por el derecho público francés a un problema idéntico permitirían un análisis más completo, dentro de una visión comparativa, de las preguntas planteadas.

Pero estas interrogantes no competen solamente al derecho material. Hace falta también que existan semejanzas institucionales entre el sistema venezolano y el sistema francés.

Ahora bien, hoy en día, en la mayor parte de los Estados del mundo, las cuestiones bancarias y bursátiles son administradas, en

algunos aspectos, por los organismos públicos, llamados en Francia "Autoridades Administrativas Independientes" cuyos caracteres jurídicos son ahora bien conocidos.

El organismo francés que más se asemeja a la CNV es el Consejo de Bolsas de Valores, instituido por la ley del 22 de enero de 1988, modificada por la ley del 2 de agosto de 1989.

Pero también pueden hacerse comparaciones con otras tres Autoridades administrativas independientes francesas:

— La Comisión de Operaciones de la Bolsa (COB), creada por la Ordenanza del 28 de septiembre de 1967, pero en donde los caracteres y las atribuciones fueron ampliamente transformadas por la ley del 2 de agosto de 1989.

— El Consejo del mercado a término, creado por la ley del 29 de marzo de 1985, modificada varias veces y particularmente por la ley del 2 de agosto de 1989.

— El Consejo de la competencia creado por la ordenanza del 1° de diciembre de 1986, modificada por la ley del 6 de julio de 1987.

Véase con respecto a este punto, P. DEVOLVE, "La naturaleza de los recursos ante la Corte de Apelación de París contra los actos de las autoridades bursátiles". *Boletín JOLLY*, N° 6, junio 1990, p. 499; R. DRAGO: "El juez judicial, juez administrativo", *Revista francesa de derecho administrativo (R.F.D.A.)*, 1990 p. 757.

Sin embargo, una de las particularidades de estas Autoridades, desde 1986, es que los recursos dirigidos contra la mayor parte de sus decisiones individuales (no normativas) no son llevadas ante el juez administrativo sino ante la Corte de Apelación de París, jurisdicción judicial de apelación.

Resolviendo sobre el Consejo de la Competencia, el Consejo Constitucional, en una célebre decisión del 23 de enero de 1987, admitió, "dentro del interés de una buena administración de justicia", la conformidad constitucional de este recurso (C. Const. N° 86-224 DC del 23 de enero de 1987, *R.F.D.A.*, 1987 p. 287. Nota B. GENEVOIS y p. 301, Nota L. FAVOREU, ver igualmente R. DRAGO: "El Consejo de la Competencia", *J.C.P.*, Ed. Entr. 1989 N° 27, p. 403).

Existe entonces, sobre este punto, una diferencia importante con Venezuela ya que los recursos contra las decisiones de la CNV (a

excepción de los recursos previstos en el artículo 140 de la ley) son llevados ante la jurisdicción administrativa (art. 14 de la ley).

Sin embargo, por lo que respecta a la pregunta planteada, esta diferencia no tendrá efectos determinantes. Por una parte, los recursos llevados ante la Corte de Apelación de París, continúan siendo recursos de naturaleza administrativa (P. DEVOLVE, loc. cit.). Por otra parte, el régimen de los recursos particulares existentes en Francia no concierne la repartición de las competencias entre las Autoridades Administrativas Independientes en materia bursátil y los jueces de derecho común (tribunales mercantiles). Este problema persiste y se presenta de la misma manera que en Venezuela.

Capítulo II. Competencia de la CNV para tomar la decisión impugnada

Los problemas estudiados en el presente capítulo reagrupan, como habíamos señalado, las preguntas 1 y 3 reproducidas anteriormente (Capítulo 1°, Sección I). En consecuencia, dividiremos el presente capítulo en tres secciones:

1. Noción y régimen de las acciones en tesorería
2. Competencia de la CNV según la Ley de Mercado de Capitales
3. Soluciones dadas por la jurisprudencia francesa

Sección I. Noción y Régimen de las acciones en tesorería

La Ley de Mercado de Capitales, en su artículo 1°, reglamenta la oferta pública de acciones y otros títulos valores. Su Título II, reglamenta lo concerniente a los títulos valores sometidos al control de CNV. Este Título comprende tres capítulos: disposiciones generales (comprendiendo la definición de acciones y obligaciones), las obligaciones y las acciones en tesorería (arts. 43 al 48).

El artículo 43 indica las condiciones según las cuales una sociedad, cuyos títulos son inscritos en el Registro Nacional de Valores (establecido por la CNV, arts. 15 al 17) puede adquirir sus propias acciones.

Los artículos 46 y 48 indican las condiciones según las cuales los administradores pueden adquirir o vender acciones propias.

El artículo 47 determina que las acciones propias pertenecientes a la sociedad no participan ni en la distribución de beneficios, ni en la repartición del patrimonio en caso de liquidación. Estas no tienen derecho de voto ni tampoco el de concurrir a la formación de quórum en las asambleas y, eventualmente, no tendrán derecho de preferencia en caso de suscripción en la emisión de nuevas acciones.

El artículo 44 determina que la adquisición de acciones hecha en contravención con la disposiciones del artículo 43 es nula y que los administradores son responsables de los daños causados.

Estas definiciones se unen a aquella que resulta del artículo 263 del Código de Comercio. En efecto, según este texto, los administradores no pueden adquirir las acciones de la sociedad por cuenta de esta última, salvo que esta adquisición sea autorizada por la asamblea y utilice beneficios regularmente obtenidos. El texto agrega que en ningún caso está permitido a la sociedad hacer préstamos o avances con la garantía de sus acciones propias.

En consecuencia, las acciones en tesorería o acciones propias son "bloqueadas" y, para emplear una terminología del derecho francés, no liberadas (non liberées). Este régimen es comparable al de las acciones tenidas en Francia por los administradores de sociedades (art. 162 numeral 1° de la ley del 24 de julio de 1966 sobre las sociedades mercantiles).

La razón principal no es sólo la de establecer una garantía a favor de la sociedad sino también la de impedir el delito de abuso de información privilegiada, delito sancionado penalmente por el artículo 10 numeral 1° de la Ordenanza del 26 de septiembre de 1967 sobre la COB.

Hay que hacer notar que esta Ordenanza, concerniente a la Comisión de Operaciones de Bolsa (COB) contiene disposiciones que no se refieren a las funciones de ésta y que competen a las jurisdicciones ordinarias (en este caso, las jurisdicciones penales).

La Ley venezolana sobre el Mercado de Capitales procede de la misma manera. No hay que creer que todas las reglas allí contempladas dependen necesariamente de la competencia de la CNV. En Venezuela como en Francia, el legislador ha elaborado reglas generales cuya

aplicación no releva obligatoriamente de la COB o de la CNV. La prueba es que las mismas fórmulas son retomadas en el artículo 263 del Código de Comercio.

Sección II. Competencia de la CNV según la Ley de Mercado de Capitales

Las atribuciones de la CNV están definidas en el artículo 10 de la Ley en 22 numerales. Estas funciones son numerosas y establecen lo concerniente al régimen de ofertas públicas (1°, 2°, 3°, 7°, 8°, 10), al registro nacional de valores y los documentos que lo conciernen (4°, 5°, 6°, 11), al régimen de emisiones (9°), al régimen de bolsa (14 al 17), al control de las asambleas de accionistas (18); además de las atribuciones administrativas (19 al 22). Por otra parte, el texto debe completarse por lo dispuesto en los artículos 132 al 146 de la Ley, que establecen las sanciones administrativas que la CNV puede imponer a las personas que no hayan respetado determinadas reglas o autorizaciones indicadas anteriormente.

Tales atribuciones normativas e individuales son normales y corresponden a la misión general de la CNV.

Pero, ¿puede la CNV decidir que determinadas acciones de una sociedad se conviertan en acciones en tesorería, de acuerdo a lo establecido en los artículos 43 al 48 de la ley?.

El texto que ha sido invocado es el artículo 10 numeral 12° (de la Ley de Mercado de Capitales):

> "Adoptar las medidas necesarias para resguardar los intereses de quienes hayan efectuado inversiones en acciones y otros títulos valores sujetos a esta ley".

El suscrito estima que este texto no podía permitir a la CNV tomar la medida en causa por los motivos siguientes:

De la lectura de los artículos 43 al 48 de la Ley de Mercado de Capitales, así como la del artículo 263 del Código de Comercio, se demuestra que la constitución de acciones en tesorería en una sociedad, depende de condiciones de forma (decisión de la asamblea general) y de

fondo (aquellas que establecen los artículos 43, 45 y 46). Es decir, la constitución de este tipo de acciones no resulta sino por voluntad de la ley y de la decisión de la asamblea general de accionistas.

La razón es simple, el régimen de las acciones —y por ende de las acciones en tesorería— pone en juego el derecho de propiedad de los accionistas y de la sociedad como persona moral y excluye, en principio, la intervención de una autoridad pública. Debe ser tomada de igual manera que la sanción prevista en el artículo 44 de la Ley de Mercado de Capitales (ver infra. Capítulo III, Sección IV y V).

El análisis puede proseguirse examinando el problema desde el punto de vista de esta autoridad pública, es decir, de la CNV. Se trata ahora de saber si la CNV, era competente para tomar tal medida. Podemos estar tentados a responder inmediatamente de manera negativa ya que la Ley ha previsto el mecanismo que acabamos de mencionar.

Pero es conveniente ir más allá e investigar, si esta medida no está fundada en el interés público y en las funciones de servicio público otorgadas a la CNV por el artículo 2 de la ley. En lo que respecta al bloqueo en el capital del Banco de Venezuela, sobre acciones poseídas por las empresas que figuran en la decisión, podría considerarse como una sanción[1].

Si se trata de una sanción, podría decirse inmediatamente que ésta no figura en los artículos 132 al 146 de la Ley y que todo sistema sancionatorio es de obligatoria interpretación estricta.

Queda entonces la interrogante de saber si la medida, sin tener un carácter sancionador, está justificada por el interés público y la misión de servicio público que fundamentan los poderes de la CNV.

Sobre el plano material, la situación en cuestión no pone en juego sino los intereses privados de las diversas sociedades en causa y de sus accionistas. No decimos que esta situación debe excluir todo tipo de control sino que este control, teniendo en cuenta lo que se acaba de mencionar, no puede relevar sino de un juez del derecho común de sociedades, es decir de un Tribunal Mercantil.

En consecuencia, el suscrito estima que la CNV no era competente, sobre la base de los artículos 2 y 10 ordinal 12° de la ley, para tomar medida de constitución de acciones en tesorería.

1. Recordamos que la Ley General sobre Bancos y otros Institutos de Crédito de Venezuela prohibe a los bancos poseer más del 10% de las acciones de una sociedad o más del 15% de las de una institución financiera.

Sección III. Soluciones dadas por la Jurisprudencia Francesa

Durante mucho tiempo, la situación descrita anteriormente no dio lugar en Francia a soluciones jurisprudenciales. Es decir, los tribunales no habían tenido que determinar las reglas según las cuales se repartirían las competencias entre las autoridades administrativas independientes en materia bursátil o mercantil y los tribunales. La cuestión se trataba a título de hipótesis o comprendía la repartición de competencias entre las mismas autoridades administrativas. Ver Didier MARTIN, "Repartición de los poderes entre las Autoridades financieras", *Revista de Derecho Bancario,* N° 17 de enero-febrero de 1990; del mismo autor: "Las reestructuraciones financieras de empresas frente al control preventivo de las concentraciones en derecho francés", *Informe sobre el Coloquio Reestructuraciones de empresas y derecho de la competencia.* Lille, 14 de diciembre de 1991.

Pero la cuestión viene de ser resuelta por la Corte de Apelación de París, en una sentencia de fecha 20 de noviembre de 1991 (anexada) en un caso muy parecido, sino idéntico, al estudiado aquí.

La Corte conocía en apelación de la sociedad QUADRAL contra una decisión del Presidente del Tribunal de Comercio que conoció en "référé"(recurso de urgencia). La sociedad había solicitado que fuesen puestas provisionalmente bajo secuestro las acciones de la sociedad CSEE, adquiridas en la bolsa por el grupo FINMECCANICA a través de una oferta pública de los títulos de esta sociedad y que se prohibiese a este grupo aumentar su participación en el grupo.

La sociedad QUADRAL había igualmente recurrido al Consejo de Bolsas de Valores, el cual había hecho saber que ninguna regla de derecho le permitía exigir del grupo FINMECCANICA la apertura de una oferta pública restringida o de una oferta pública concurrente. Siendo la decisión del Consejo igualmente deferida a la Corte de Apelación de París[2].

La sociedad FINMECCANICA y la sociedad ASTERISQUE hacían valer que el tribunal de comercio era incompetente para pronunciarse sobre el litigio.

2. Recordamos que según la ley los recursos contra las decisiones del Consejo de Bolsas de Valores son llevados ante la Corte de Apelación de París (V. capítulo 1° sección II) la cual actúa como juez administrativo.

La Corte responde a través de dos grupos de motivos que reúnen los análisis realizados en la sección precedente:

> "Considerando que estas prerrogativas (las del Consejo de Bolsas de Valores), estrictamente establecidas por la ley no pueden ser obstáculo a los poderes generales del juez de recurso de urgencia (référés mercantil), cuando las demandas que le son presentadas no conciernen a las funciones de servicio público, delegadas al Consejo..." (pág. 7 de la sentencia).
> "Considerando además que, si el Consejo (de Bolsas de Valores) delegó el poder de tomar todas las decisiones relativas a la admisibilidad y al desarrollo de los procesos de ofertas públicas, la apreciación de validez de la compra de acciones de la sociedad CSEE por las sociedades del grupo FINMECCANICA; como también la del daño eventualmente causado por este último a la sociedad QUADRAL, sea por el hecho del fracaso en su oferta pública, sea a causa de la toma del control de la sociedad CSEE, son de la competencia del derecho común de las jurisdicciones del orden judicial y, en particular, según el artículo 631 del Código de Comercio, de las jurisdicciones consulares". (pág. 8 de la sentencia).

Se constata entonces que la Corte de Apelación de París, resolvió el litigio en el sentido de la interpretación estricta de la competencia del Consejo de Bolsa de Valores.

Y además, este punto de vista, fue confirmado indirectamente por la Corte de Casación (Cass.Comm. 17 de diciembre de 1991, *Saint Gobain c/ C.G.E., Les Petites Affiches*, 25 de diciembre de 1991, nota B.P., anexada).

En conclusión, podemos apreciar que, por referencia al derecho francés y en la medida en que el mismo razonamiento pueda sostenerse en el derecho venezolano, la CNV era incompetente para tomar la medida actualmente impugnada ante el juez administrativo.

Capítulo III. Atribuciones de la CNV en la materia

Como habíamos indicado este capítulo retoma las preguntas Nos. 2, 4, 5, 6 y 7. Estas reaparecerán en las subdivisiones de este capítulo. Sin embargo, es conveniente formular dos observaciones preliminares.

La primera es que estas preguntas son examinadas a título subsidiario. En efecto, a partir del momento en que la CNV es incom-

petente en la materia, el problema de sus atribuciones deja de tener importancia, y corresponde la solución del litigio, si hay uno, al Tribunal de Comercio.

La segunda es que el análisis de la legalidad formal y material respecto a los principios de derecho público reforzará indirectamente el punto de vista defendido en el capítulo precedente; ya que revelará finalmente la inadaptación de la CNV, al ejercicio del poder ejercido.

El presente capítulo comprenderá el examen de los siguientes planteamientos:

1. Problemas del derecho de la defensa
2. Ambito y límites de las atribuciones de la CNV en la materia
3. Determinación del criterio de acciones en tesorería y aplicación retroactiva de la decisión de la CNV
4. Poder sancionador de la CNV, particularmente en la declaración de nulidad de una operación bursátil
5. Naturaleza de la nulidad prevista en el artículo 44 y sus consecuencias.

Sección I. Problema de los derechos de la defensa

Resulta de las declaraciones hechas al suscrito por los señores BAUMEISTER Y BREWER, así como del examen de la decisión de la CNV, que ésta intervino sin que las sociedades interesadas fuesen siquiera llamadas a presentar útilmente sus observaciones en relación a la medida que iba a tomar la Comisión, pretendiendo aplicar los artículos 10 numeral 12° y 44 de la ley.

Esta cuestión es a la vez importante y clásica. La garantía de los derechos de defensa pertenecen hoy en día al conjunto de sistemas jurídicos mundiales (v. A. BREWER CARIAS, *El Derecho Administrativo y la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos*. Caracas. 1985, p. 112 y s).

Nos contentaremos por ende en recordar, sobre este punto, lo esencial de las soluciones formuladas por el derecho francés, que toma en cuenta el respeto de los derechos de defensa, en primer lugar dentro de los principios generales del derecho.

En la época actual, el principio se remonta a la sentencia del Consejo de Estado, de fecha 5 de mayo de 1944, *Dame Veuve Trompier-*

Gravier (R.D.P. 1944, p. 256, cond. CHENOT, note JEZE). El principio expresa que toda sanción o toda medida "tomada en consideración de la persona" no puede intervenir sino después de que el interesado haya podido presentar su defensa y de presentarla útilmente disponiendo de todos los documentos y quejas sobre las cuales basará su decisión la Administración, y del tiempo necesario para presentar sus observaciones en respuesta a las quejas y documentos.

La regla que concierne esencialmente a las personas físicas, se aplica igualmente a las personas morales (CE, 8 de noviembre de 1963, *Ministre de l'Agriculture c/Sté cooperative d'insemination artificielle de la Vienne* p. 532; 24 de abril de 1964, *Sté coopérative d'habitation à bon marché de Vichy*, p. 244, 9 de mayo de 1980, *Sté des établissements Cruse*, p. 217).

No es solamente el Consejo de Estado quien decidió que esta regla se impone a una autoridad administrativa, sino también, el Consejo Constitucional, de manera que en Francia de ahora en adelante la norma tiene un valor constitucional (C.Const. N° 77-83 DC del 20 de julio de 1977 R.D.P. 1978, p. 827, nota FAVOREU; C. Const. N° 84-224 DC del 23 de enero de 1987, precitada supra).

Sección II. Ambito y límites de las atribuciones de la CNV en la materia

La comparación con el derecho francés amerita un examen a fondo, ya que vamos a demostrar que la situación es diferente en cuanto al régimen, pero idéntica en cuanto a los principios que la gobiernan.

La decisión de base es la del Consejo Constitucional N° 89-260 DC del 28 de julio de 1989 *(R.F.D.A.* 1989, p. 671, nota B. GENEVOIS).

Esta decisión correspondía a la reforma de la COB, que iba a realizar la ley del 2 de agosto de 1989. Pero esta ley se refería también al Consejo de Bolsa de Valores y añadía un artículo 6 bis a la ley del 22 de enero de 1988.

Este texto está redactado así:

> "*Art. 6 bis*: El reglamento general previsto en el artículo 6 (se trata del reglamento general que debe establecer el Consejo y que debe ser homologado por el Ministro de la Economía y de las Finanzas) fija

igualmente, a fin de asegurar la igualdad de los accionistas y la transparencia del mercado:

— las condiciones bajo las cuales toda persona física o moral actuando sola o de común acuerdo y que llegase a detentar directa o indirectamente, una fracción del capital o de los derechos de voto en las asambleas generales de una sociedad cuyos títulos están inscritos en el curso oficial de una bolsa de valores o al curso del mercado paralelo, está obligada a informar inmediatamente al Consejo y a depositar un proyecto de oferta pública con objeto de adquirir una cantidad determinada de títulos de la sociedad; en su defecto de haber procedido al depósito, los títulos que la persona detenga por encima de la fracción del capital o de los derechos de voto están privados del derecho de voto;

— las condiciones bajo las cuales el proyecto de adquisición de un bloque de títulos que confieran la mayoría del capital o de los derechos de voto de una sociedad inscrita en el curso oficial, al curso del mercado paralelo o cuyos títulos son negociados en el mercado no cotizado de una bolsa de valores, obliga al o a los adquirientes a comprar en bolsa, al curso o al precio al cual la cesión del bloque es realizada, los títulos que le son en ese momento presentados;

— las condiciones aplicables a los procesos de oferta y de demanda de retiro, cuando él o los accionistas mayoritarios de una sociedad inscrita en el curso oficial o en el curso del mercado paralelo posean una fracción determinada de los derechos de voto o cuando una sociedad inscrita en una de estas dos cotizaciones sea transformada en sociedad en comandita por acciones".

Vemos que la primera parte de este texto confiere al Consejo de Bolsas de Valores una competencia comparable si no totalmente idéntica, a aquella que ha ejercido la CNV en la decisión tomada. Pero es conveniente hacer notar:

— Que esta competencia ha sido prevista por una ley y que la Ley venezolana sobre el Mercado de Capitales no contiene una disposición comparable, especialmente en su artículo 10 y menos aun en su artículo 44;

— Que la Ley confiere al Consejo un poder normativo en base al cual, las decisiones particulares podrán ser tomadas enseguida. Ahora bien, la decisión en causa de la CNV es una decisión individual que no se apoya sobre una prescripción normativa. Por lo demás, esta prescripción no hubiese podido aplicarse sin que la ley hubiese dado expresamente dado un tal poder a la CNV. ¿Qué ha decidido el Consejo Constitucional con

> respecto a este punto? Este ha estimado que el legislador podía conferir tal poder al Consejo de Bolsas de Valores, pero agrega:
> "Considerando que si estas disposiciones no son obstáculos para que el legislador confíe a una autoridad pública distinta a la del Primer Ministro el cuidado de fijar las normas que permitan poner en práctica una ley, es con la condición de que esta habilitación no comprenda sino medidas de alcance limitado tanto en cuanto a su campo de aplicación, como en el de su contenido;
> "Considerando que la competencia reconocida en el Consejo de Bolsas de Valores, en su artículo 15 de la ley deferida está limitada en su campo de aplicación, que ésta debe ser ejercida en respeto de los principios establecidos por el legislador y bajo el control del Ministro encargado de la economía y, en su defecto por el gobierno; que el artículo 15 de la ley deferida, ligado a las disposiciones de la ley del 22 de enero de 1988, no es por lo tanto contrario a la Constitución".

Hemos señalado que las medidas a tomar no son más que "medidas de alcance limitado tanto en su campo de aplicación como en su contenido". Y, más aún, éstas deben respetar los "principios establecidos por el legislador" y están sometidas, como ya lo hemos dicho, a la homologación del Ministro.

Parece entonces, para comparar con el comportamiento de la CNV;

> — Que una decisión como la que ésta ha tomado debe resultar de la voluntad expresa del legislador otorgándole la competencia para tomar esta decisión.
> — Que ésta debe apoyarse en una regla normativa emanada de la autoridad administrativa competente, regla normativa que resulte de un poder reglamentario conferido a esta autoridad por la ley;
> — Que las medidas tomadas deben ser de alcance limitado tanto por su campo de aplicación como por su contenido.

Sobre este último punto, es ésta la posición que ha tomado la Corte de Apelación de París con respecto a las decisiones del Consejo de Bolsas de Valores, ejerciendo sobre éstas un control completo y no un control mínimo como la doctrina lo pensó alguna vez. (París, 7 de junio de 1989, *G.P.* 22-24 de octubre de 1989, p. 10, nota DOUVRELEOR y MARCHI). Ahora bien, sabemos que el control completo implica no

solamente el control de la existencia material de los hechos y el error manifiesto de apreciación sino también el control de la calificación jurídica de los hechos.

Volviendo a las fórmulas del artículo 10 numerla 12 de la Ley de Mercado de Capitales, la decisión de la CNV ¿entra ésta en la categoría de "medidas necesarias" en el sentido del texto?. Teniendo en cuenta el desarrollo precedente y por los motivos que han sido expuestos, la respuesta es ciertamente negativa.

Sección III. Determinación de los criterios de acciones en tesorería y aplicación retroactiva de la decisión de la CNV

Los artículos 43 y siguientes de la Ley de Mercado de Capitales así como el artículo 263 del Código de Comercio dan una definición de acciones en tesorería (o acciones propias). Es la que ha sido estudiada anteriormente (Capítulo II, Sección I). La decisión del 26 de octubre de 1990, nos da una definición evidentemente diferente ya que prescribe que las acciones de las diversas sociedad en causa, accionistas de la sociedad Banco de Venezuela, serán considerados como acciones en tesorería de este Banco. Así vemos como los criterios son transformados por la decisión de la CNV puesto que, en el caso normal, se trata de la adquisición por una sociedad de sus propias acciones y, en todo caso, bajo decisión de la asamblea general. Por el contrario, la decisión de la CNV es unilateral y se presenta como una medida de carácter sancionador.

Ahora bien, si nos referimos, a título de comparación, con la situación en Francia, constataremos que las tres condiciones establecidas por el Consejo Constitucional francés (pero que corresponden al espíritu de una legislación de este orden) no han sido respetados:

> — Los poderes, con respecto a este caso concreto, no han sido previstos expresamente por la ley;
> — La medida individual no estaba precedida de una medida normativa de la autoridad administrativa independiente tomada en virtud de la competencia que le debería haber reconocido el legislador;
> — La decisión no es de alcance limitado ni en su campo de aplicación ni en su contenido.

¿Es la medida retroactiva?. Tratándose de una decisión de naturaleza administrativa, lo es evidentemente ya que atenta contra una situación adquirida. Ahora bien, un acto administrativo —ya sea reglamentario o individual— no puede ser de aplicación retroactiva. El Consejo de Estado francés (C.E., 25 de junio de 1948, *Sté du Journal " L' Aurore"*. S., 1948, III, 69 cond. LETOURNEUR) lo ha decidido así en una sentencia de principio que podría tener cierto parecido con el presente litigio. El Consejo decidió que un reglamento administrativo que aumentaba el precio de la electricidad era ilegal cuando sus modalidades de aplicación hacían que se aplicara a los consumos de electricidad anteriores a sus entrada en vigor.

¿Son estas soluciones trasladables a este caso?. La decisión de la CNV, teniendo un carácter sancionador en razón de la pretendida violación del artículo 43 de la Ley de Mercado de Capitales, el efecto retroactivo de la medida no se hace evidente.

El suscrito estima, por ende, inútil el invocar la retroactividad de la decisión del 26 de octubre de 1990.

Sección IV. Poder Sancionador de la CNV, particularmente en la declaración de nulidad de una operación bursátil

La CNV toma una decisión considerada como declarativa. Esta "declara" que las acciones en causa son acciones en tesorería, con su régimen especial.

Haciendo ésto, estima entonces que la adquisición en la bolsa de acciones por las sociedades en causa no otorgan más que derechos limitados. No se trata de una nulidad total de la operación de adquisición sino solamente una nulidad parcial en lo que respecta a los derechos de los propietarios de las acciones.

Nos encontramos de nuevo con los problemas examinados anteriormente: este poder no le hubiera podido ser otorgado sino por la ley y, además, sobre la base de un reglamento, acto normativo, que la misma CNV hubiese establecido y que hubiese sido violado por las sociedades en causa. Ahora bien, la CNV cuenta con el derecho de imponer sanciones (art. 132 al 146) pero, por una parte estas sanciones no pueden ser impuestas sino como resultado de un procedimiento muy detallado

(arts. 132-142) y, por otra parte, estas sanciones son multas (arts. 143-146).

Admitiendo que hubo, en el presente caso, prácticas contrarias al artículo 43 de la ley, el mismo artículo 44 establece un sistema de sanciones (nulidad de la adquisición, responsabilidad de los administradores). Pero, estas sanciones no son aquellas que establecen los artículos 132 y siguientes. La CNV no era, por ende competente como lo hemos establecido en el Capítulo II de la presente consulta, y en caso de litigio, el competente es el juez de derecho común en materia mercantil en virtud de su atribución general de competencia (art. 1090 del Código de Comercio).

Sección V. Naturaleza de la nulidad prevista en el artículo 44 y sus consecuencias

Esta sección responde a las preguntas Nos. 6 y 7.

La nulidad que resulta del artículo 44 de la ley no toca sino a los intereses privados. No habiendo la ley previsto expresamente que la CNV podía intervenir en un litigio de este orden (v. supra, sección II, III y IV) volvemos al derecho común. Si hacemos referencia al derecho francés, veremos que una solución de este orden fue la que prevaleció con respecto al Consejo de la Competencia. La CNV como autoridad administrativa, no podía ni reintegrar las acciones en causa a la categoría de acciones en tesorería, ni declarar la nulidad de la venta. Es ésto lo que se desprende del desarrollo precedente y de los motivos que han sido indicados.

La comparación con el derecho francés será muy significativa. No se trata de la Comisión de Bolsas de Valores sino del Consejo de la Competencia regido por la Ordenanza del 1° de diciembre de 1986 (v. supra, Capítulo I°, Sección II).

El artículo 9 de la Ordenanza del 1° de diciembre de 1986 está redactado así:

> "Es nulo todo compromiso, convención o cláusula que establezca una práctica prohibida por los artículos 7 y 8".

Ahora bien, siempre ha sido admitido, hasta en el régimen anterior, que la jurisdicción competente para pronunciarse sobre esta nulidad era la jurisdicción civil o mercantil (Cass. Comm. 11 de marzo de 1970, *Gaz*, Pal, 1970, p. 2.52) o hasta administrativa si se trata de un contrato administrativo (Trib. Conft. 6 de junio de 1989 *S.A.E.D.E./ Ville de Paniers., R.F.D.A.* 1989. 457 concl. STIRN).

Nunca ha sido afirmado que el Consejo de la Competencia (o la Comisión de la competencia que existía antes de 1986) pudiese proceder a la anulación del contrato o de la convención en causa (V.A. D ECOCQ y M. PEDAMON. "La ordenanza del 1° de diciembre de 1986 relativa a la libertad de precios y de la competencia", *Droit commercial* N° especial, 1 Bis, 1987, N° 32).

La sanción civil de la nulidad está a la disposición de las partes de la convención y de los terceros víctimas de la práctica de la competencia desleal.

Es entonces perfectamente posible trasladar esta solución y afirmar que las acciones de nulidad fundadas en el artículo 44 son llevadas ante el juez del contrato y que las personas legitimadas para actuar son las nombradas en el párrafo anterior.

La similitud entre el artículo 44 de la Ley venezolana y el artículo 9 de la Ordenanza francesa es muy convincente, tanto en la formulación como en el fondo. La solución dada, sobre este punto, por el derecho francés, viene entonces a confirmar todo el desarrollo precedente con respecto a la competencia y a las atribuciones de la CNV.

París, 14 de Enero de 1992

Roland Drago

Antonio Jiménez Blanco

Catedrático de Derecho Administrativo
Madrid, España

Dictamen emitido a requerimiento de "Baumeister & Brewer", Abogados Consultores, Caracas, Venezuela, en interés de Valores Banvenez, S.A., y otros mandantes suyos, acerca de la competencia de la Comisión Nacional de Valores para dictar sus Resoluciones de 26 y 31 de octubre de 1990.

Madrid, noviembre de 1992

Sumario: ANTECEDENTES. CONSULTA. DICTAMEN. I. *Introducción.* II. *De los negocios sobre las propias acciones en el Derecho español.* III. *Sobre los apoderamientos genéricos en el Derecho Administrativo.* IV. *Recapitulación provisional.* V. *Reflexiones sobre la teoría General del ordenamiento: la imposibilidad de analogía en el supuesto de referencia.* VI. *La competencia sustantiva de la Comisión Nacional de Valores: su carencia.* CONCLUSIÓN

Por "Baumeister & Brewer", Abogados Consultores, Caracas, Venezuela, en interés de varios mandantes suyos a los que luego se aludirá, se me requiere por carta de 26 de octubre para que emita mi opinión en Derecho acerca del punto concreto a que también se hará referencia, en conexión con la Resolución número 284-90, de 26 de octubre de 1990, de la Comisión Nacional de Valores de Venezuela, y otra posterior.

Para enfocar el presente Dictamen es preciso partir de los siguientes:

Antecedentes

Una serie de personas jurídicas, a saber:

Valores Banvenez, S.A.; Tarjetas Banvenez, S.A.; Agropecuaria 1890, C.A.; Servileasing, S.A.; Inversiones 1971, S.A.; Inversiones 11.988, S.A.; Proyectos Fivenez, S.A.; Inversiones A.B. 1988, S.A.; Inversiones Cuarte, S.A.; Inversiones Litan, C.A.; Inversiones Nasta, S.A.; Inversiones Palafox, C.A.; Inversiones Pippers, S.A.; Inversiones 79.987, C.A.; Inversiones Banvenar, S.A.; Inversiones Banvenez, S.A.; Inversiones Fivenez, S.A.; Veneinversiones 1987, S.A.; Sociedad Financiera de Venezuela, SAICA; Arrendadora de Venezuela, S.A.; Inmobiliaria Banaragua, S.A.; Inmobiliaria Banvenez, S.A.; Corporación B.M.C., C.A.; figuraban entre los accionistas de la Sociedad Anónima Inscrita de Capital Abierto (SAICA) Banco de Venezuela.

Con fecha 6 de septiembre del mismo año de 1990, otras personas jurídicas, también accionistas del Banco de Venezuela SAICA (en concreto, Latinoamericana de Seguros, S.A.; Sociedad Financiera Latinoamericana, S.A. (SOFILATIN); y Seguros Progreso, S.A.), titulares de aproximadamente un 20 por ciento del capital de aquél, formularon petición ante la Comisión Nacional de Valores. Alegaban que las Entidades antes mencionadas tenían determinados vínculos con el propio Banco de Venezuela, y "en razón de lo expuesto, pedimos que la Comisión Nacional de Valores declare que las acciones del Banco de Venezuela, S.A.I.C.A. en poder de sus empresas filiales, afiliadas, vinculadas o controladas son, en realidad, propias y verdaderas acciones en tesorería a los fines de aplicación de la Ley de Mercado de Capitales, con los demás pronunciamientos que fueren el caso".

La normativa básica aplicable está, en efecto, en la Ley de Mercado de Capitales, de 31 de enero de 1973, reformada en 1975. De la dicha Ley nos interesa lo que se transcribe a continuación:

Por el artículo 2, "se crea la Comisión Nacional de Valores adscrita al Ministerio de Hacienda, con el objeto de regular, vigilar y fiscalizar el mercado de capitales".

Las "atribuciones" y los "deberes" de la Comisión están mencionados en el artículo 10. Sus apartados suelen tener un contenido más o menos específico, a salvo del ordinal 12°, cuyo tenor es el siguiente: "Adoptar las medidas necesarias para resguardar los intereses de quienes hayan efectuado inversiones en acciones y otros títulos valores sujetos a esta Ley". Una cláusula capital y, ya de entrada, extraordinariamente amplia, y en la que habremos de detenernos.

El artículo 49 se refiere al ámbito subjetivo de las potestades de la Comisión, en los siguientes términos: "Están sometidos al control de la Comisión Nacional de Valores: 1) las sociedades anónimas inscritas de capital abierto; 2) las sociedades anónimas de capital autorizado y los fondos mutuales de inversión y sus sociedades administradoras, los corredores públicos de títulos valores, otros intermediarios y asesores; 3) las bolsas de valores; 4) los agentes de traspasos; 5) las asociaciones de inversionistas; y 6) las personas naturales o jurídicas que hagan o que en cualquier forma intervengan en la oferta pública de valores, u otros derechos, a que se refieren los artículos 19 y 25 de esta Ley".

Dice el artículo 143 que "toda infracción a la presente Ley, a sus reglamentos, o a las normas dictadas por la Comisión Nacional de Valores, no sancionadas expresamente, será castigada con multa (de 1.000 a 40.000 Bolívares) (...), según la clase y gravedad de la falta, a juicio de la Comisión Nacional de Valores". Por su lado, y previamente, el artículo 111 prescribe que "queda prohibida cualquier práctica ilegítima o dolosa conducente a la fijación de precios que alteren el libre juego de la oferta y la demanda. Las Bolsas de Valores podrán suspender o cancelar el registro del corredor incurso en esa práctica, previa comprobación de la infracción a esta disposición. En caso de cancelación, ésta deberá ser aprobada previamente por la Comisión Nacional de Valores".

El artículo 154, en fin, indica que "en todo lo no previsto especialmente en la presente Ley, se observarán las disposiciones del Código de Comercio, salvo en el caso de los fondos mutuales de inversión y sus sociedades administradoras, en que se aplicara preferentemente la Ley General de Bancos y otros Institutos de Crédito".

Al margen de todo ello están las disposiciones que se ocupan "de las acciones en tesorería", expresión proveniente del concepto inglés *treasury stock* y que equivale a lo que en España se conoce económicamente como "autocartera" y que las normas mercantiles disciplinan con el nombre de "negocios sobre las propias acciones".

La Ley de Mercado de Capitales, a la que nos venimos refiriendo, se ocupa del tema en los Arts. 43 a 48.

La definición del concepto se contiene en el artículo 43, que contiene al respecto un principio general prohibitivo, y ello con las excepciones contenidas en los artículos 45 y 46. La primera de las normas citadas dice así:

> "Las sociedades cuyos títulos valores estén inscritos en el Registro Nacional de Valores no podrán adquirir a título oneroso sus propias acciones, salvo que se cumplan todas las condiciones siguientes:
>
> 1°. Que la adquisición sea autorizada por la asamblea de accionistas.
>
> 2°. Que la adquisición se haga con utilidades no distribuidas o con sumas provenientes de aparatos de utilidades no afecta-dos por los estatutos o por la Ley para fines específicos según el último balance general aprobado por la asamblea ordinaria de accionistas; y
>
> 3°. Que las acciones estén totalmente pagadas".

Así pues, se define un negocio jurídico —adquisición a título oneroso de sus propias acciones por una sociedad— y sobre él pesa una prohibición ("no podrán"). Ello es algo habitual en casi todos los ordenamientos, no tanto por razones dogmáticas (¿cómo podría una entidad ser socia de sí misma?) cuanto por la salvaguarda de dos principios capitales de la que pudiésemos llamar "Constitución económica mercantil", a saber: el *principio financiero*, o de integridad del capital, que fuerza a impedir su "aguamiento"; y el *principio corporativo*, o de debida distribución del poder entre los accionistas y los administradores.

La presencia de esos dos principios es la que explica las dos excepciones al régimen prohibitivo que se contienen en los artículos. 45 y 46. La primera tiene por causa el *principio financiero*, al decir lo siguiente:

> "No se aplicarán las limitaciones establecidas en el artículo 43 cuando la adquisición de las acciones propias se efectúe en virtud de decisión de la asamblea de accionistas de reducir el capital social mediante el rescate y posterior anulación de acciones y siempre que se cumplan las condiciones siguientes:
>
> a) Que la reducción no se efectúe de acuerdo con lo previsto en el artículo 264 del Código de Comercio.
>
> b) Que el rescate y posterior anulación de las acciones se efectúe dentro del plazo de seis meses contados a partir de la decisión de la asamblea. Cumplido este plazo, la reducción se limita al monto de las acciones rescatadas".

La segunda excepción al mandato prohibitivo es la del artículo 46 y en ella late el mismo *principio corporativo* del propio artículo 43, punto 1°:

> "No obstante lo establecido en el ordinal 1° del artículo 43, la asamblea de accionistas podrá otorgar a los administradores la facultad de decidir la adquisición de acciones propias, siempre y cuando dichas adquisiciones se hagan a través de alguna bolsa de valores.
>
> La asamblea de accionistas podrá, igualmente, facultarlos para que realicen tales adquisiciones fuera de las bolsas de valores, pero en este caso deberá establecer limitaciones en cuanto al número de acciones a adquirir, el precio, la forma y las condiciones de pago".

Así pues, de los artículos. 43, 45 y 46 de la Ley de Mercado de Capitales se desprende que hay un supuesto de hecho —adquisición a título oneroso por una sociedad de sus propias acciones—, con sus excepciones (contenidas en las propias tres normas), sobre el que se arroja la prohibición. La sanción primera para el caso de desconocimiento de dicha prohibición es la clásica de la contravención de las normas imperativas: la nulidad del negocio jurídico (artículo 44: "La adquisición de acciones propias en contravención a lo dispuesto en el artículo anterior es nula y los administradores serán responsables por los daños y perjuicios que hubieren causado").

El régimen jurídico de las acciones en tesorería se completa con otras dos prescripciones. Por el artículo 47, "mientras las acciones propias pertenezcan a la sociedad no participarán en la distribución de utilidades, ni en el reparto del patrimonio resultante de la liquidación. No tendrán derecho de voto, de concurrir a la formación de quórum en las asambleas y, si fuere el caso, no tendrán derecho preferente de suscripción en la emisión de nuevas acciones, y, en general, quedará en suspenso el ejercicio de los derechos inherentes a ellas". El artículo 48, en fin, indica que "los administradores podrán vender a través de una bolsa de valores y previo ofrecimiento público a los accionistas de la empresa, cuando así lo estimen conveniente, todas o parte de las acciones de la sociedad que pertenezcan a ella misma. Para disponer de dichas acciones habrán de obtener la autorización expresa de la asamblea de accionistas".

El supuesto de hecho y sus consecuencias jurídicas se limitan pues a la adquisición de acciones propias. Ni una palabra —expresa— sobre filiales o sobre participaciones recíprocas.

Debe precisarse que, entre la normativa aplicable también está la sectorial bancaria, supuesto el objeto social típico del Banco de Venezuela. Se trata, en concreto, de la Ley General de Bancos y otros Institutos de Crédito. Su artículo 32, numeral tercero, prohibe a los llamados Bancos comerciales "adquirir acciones de una compañía por monto superior al diez por ciento (10%) del capital pagado de la misma o del quince por ciento de ese capital, cuando se trate de generales de depósito o de los institutos de crédito regidos por la presente Ley".

En base a la antes citada solicitud de 6 de septiembre de 1990, la Comisión Nacional de Valores, luego de diversas consideraciones de

metodología jurídica —a las que habremos de volver—, consideró que las Sociedades incluidas en la lista mencionada estaban bajo el control del propio Banco de Venezuela ("existen en criterio de este Organismo suficientes elementos de hecho y de derecho que permiten concluir (que) entre el Banco de Venezuela y las empresas (...) existe una vinculación económica y una dirección que permite su inclusión dentro de un mismo grupo aunque sea formal y aparentemente independientes sin que en el caso concreto el hecho de tener diferentes personalidades jurídicas supongan una diferenciación o una independencia de objetivos y propósitos lo cual justifican plenamente una imputación directa al Banco de Venezuela SAICA de las respectivas adquisiciones de acciones a los fines de la prohibición de formar parte del quórum en las asambleas de accionistas de dicha Institución Bancaria y a la votación en las mismas asambleas, a tenor de lo dispuesto en el artículo 47 de la Ley de Mercado de Capitales, máxime si se tiene en cuenta que las respectivas adquisiciones fueron hechas como es público y notorio con la anuencia del propio banco"), para resolver en fin, con fecha 26 de octubre de 1990, lo siguiente:

> "En mérito de las presentes consideraciones, esta Comisión Nacional de Valores, en uso de sus atribuciones legales, acuerda:
>
> 1) Considerar a las acciones del Banco de Venezuela S.A.I.C.A. *poseídas en propiedad. al menos formalmente,* por las empresas Valores Banvenez, S.A.; Tarjetas Banvenez, S.A.; Agropecuaria 1890, S.A.; Servileasing, S.A.; Inversiones 1971, S.A.; inversiones 11.988, S.A.; Proyectos Fivenez, S.A.; Inversiones A.B. 1988, S.A.; Inversiones Cuarte, S.A.; Inversiones Litan, C.A.; Inversiones Nasta, S.A.; Inversiones Palafoz, C.A.; Inversiones Pippers, S.A.; Inversiones 79.987, C.A.; Inversiones Banvenar, S.A.; Inversiones Banvenez, S.A.; Inversiones Fivenez, S.A.; Veneinversiones 1987, S.A.; Sociedad Financiera de Venezuela, SAICA; Arrendadora de Venezuela, S.A.; Inmobiliaria Banaragua, S.A.; Inmobiliaria Banvenez, S.A.; y Corporación B.M.C., C.A., como acciones en tesorería del Banco de Venezuela, S.A.I.C.A., a los efectos de la prohibición de formar parte del quórum en las asambleas accionistas de dicha institución en las mismas asambleas, a tenor de lo dispuesto en el artículo 47 de la Ley del Mercado de Capitales".

Pocos días más tarde —31 de octubre de 1990— la misma Comisión Nacional de Valores se dirige al Banco de Venezuela y le conmina a que en el plazo de cinco días convoque la asamblea de accionistas.

Las entidades incluidas en tan larga lista, que se velan así privadas de sus derechos, como accionistas del Banco de Venezuela SAICA, presentaron, en un solo acto, y conforme a las normas procesales del país, acción de amparo constitucional (con "petitorio previo de amparo provisional como medida cautelar innominada") y recurso de nulidad contra el acto de efectos particulares impugnado.

Hubo Sentencia de amparo en primera instancia con fecha 21 de noviembre de 1990. La Corte Primera de lo Contencioso-Administrativo decidió la suspensión de la Asamblea que había sido ordenada por la Comisión Nacional de Valores.

En segunda instancia (Sentencia de amparo de 10 de julio de 1991), la Corte Suprema de Justicia decidió, entre otras cosas lo siguiente:

—"Suspender el acto administrativo contenido en la Resolución 284-90 emanada de la Comisión Nacional de Valores el 16 de octubre de 1990, en cuanto a su declaratoria de considerar como en tesorería las acciones que poseen del Banco de Venezuela, SAICA, las empresas mencionadas en la indicada Resolución".

—"Suspender la realización de Asambleas de Accionistas del Banco de Venezuela, SAICA, mientras dure el juicio de nulidad que se sigue contra la Resolución 284-90, de la Comisión Nacional de Valores".

Entre tanto, pues, se sustancia el recurso contencioso-administrativo de nulidad, aún no fallado.

A la vista de todo ello, se me formula, por los Abogados de las citadas empresas

Consulta

sobre el siguiente punto:

—Competencia de la Comisión Nacional de Valores de Venezuela para, por vía de una resolución administrativa, considerar como accio-

nes en tesorería del Banco de Venezuela SAICA, títulos de dicha entidad adquiridos por otras personas jurídicas.

Aceptado el encargo, y orgulloso de tener el privilegio de colaborar, en asunto de tanta transcendencia económica y jurídica, con la Justicia del país hermano, tengo el honor de formular el siguiente

Dictamen

I. Introducción

Tenemos, en síntesis, lo siguiente:

— La legislación venezolana, en el campo de las acciones en tesorería, tan sólo prohibe y disciplina los supuestos de adquisición por una sociedad; hay un silencio total acerca del caso en que el comprador no sea la Entidad emisora sino otra vinculada a ella, trátese de una filial, una Sociedad dominada, una participada en mayor o menor grado o, simplemente, uno de los llamados "caballeros blancos" (*white knights*).

— En el caso que nos ocupa, nadie niega que las Entidades titulares de las acciones del Banco de Venezuela que han sido entendidas como "en tesorería" (y en interés de las cuales se realiza este Dictamen) tienen ciertos vínculos con el propio Banco de Venezuela; relaciones que, sin embargo, y por hipótesis, en ningún caso son de participación mayoritaria, dado que el artículo 32, numeral tercero, de la Ley General de Bancos e Institutos de Crédito, prohibe a los llamados Bancos Comerciales adquirir acciones de una compañía por monto superior al diez por ciento (10%) del capital de la misma o al quince por ciento cuando se trate de empresas bancarias, almacenes generales de depósitos o institutos de crédito.

Así las cosas, son dos, por su orden, los temas a resolver:

1) Si es posible la analogía para extender el régimen jurídico de las acciones en tesorería a supuestos como el que nos ocupa; y

2) Si ese "poder de extensión (o, si se quiere, de calificación") está al alcance de las competencias de la Comisión Nacional de Valores, en la forma en que lo ejerció con su Resolución de 26 de octubre de 1990.

Esto segundo es el punto sobre el que se requiere mi opinión; resulta obligado, sin embargo, pronunciarse antes sobre lo primero,

supuesto que, en caso de respuesta negativa, no habrá lugar ni tan siquiera a seguir.

Por lo demás, no hará falta decir que no soy venezolano ni estoy familiarizado del todo con las peculiaridades de su orden jurídico. De cualquier manera, es claro que estamos en una materia en buena medida "internacional", porque:

a) Hay sin duda un *ius commune* hispanoamericano en Derecho público. España y Venezuela fueron, durante tres siglos, un sólo y único país, y su separación coincidió con el acceso de ambos al constitucionalismo: Venezuela primero, en 1811; España, un año después, en Cádiz;

b) Cada vez se consolida más, en los mercados financieros, una *lex mercatoria* mundial, causa y efecto, a la vez, de la internacionalización de la economía;

c) En el ámbito del Derecho Administrativo, el principio de legalidad tiene unos rasgos prácticamente ecuménicos en todo el universo de orden occidental; y

d) Las materias aquí involucradas son prácticamente de teoría en un plano de extraordinaria abstracción.

Dicho todo eso, retengamos los dos temas que nos han de interesar: sí o no a la analogía, sí o no a la competencia de la Comisión Nacional de Valores. Dos temas jurídicos que nos sitúan en un auténtico "caso límite" —ya veremos que está en cuestión el mismo principio de separación de poderes— en el que las normas se ven forzadas dado el contexto (económico, social e incluso político) en que se ven llamadas a actuar. Es —nada más y nada menos— que una manifestación de ese fenómeno, típico del desarrollo capitalista de nuestra hora de "la lucha por el control de las grandes sociedades"; duelos auténticamente titánicos y en los que las implicaciones extrajurídicas juegan un papel nada desdeñable.

Sí o no a la analogía; sí o no a la competencia de la Comisión Nacional de Valores. Tales son las cuestiones.

En una primera aproximación, la respuesta negativa sería la jurídico-formal; la positiva (que es la que postula la Comisión Nacional de Valores), la atenta a la realidad económica del negocio subyacente. Más todavía (y empleando palabras lastradas con juicios de valor): la

respuesta negativa sería "antigua" y, la positiva, "moderna"; una, "conservadora", y, la otra, "progresista".

Por ese tipo de planteamientos parece haberse dejado llevar la Comisión Nacional de Valores que, al motivar su Resolución de 26 de octubre de 1990, se ha expresado con las siguientes palabras:

> "Esta Comisión (...) tiene como atribución -deber preservar los intereses tutelados poniendo el acento sobre la naturaleza económica de las relaciones disciplinadas por normas de derecho público y en atención a la funcionalidad de las respectivas instituciones.
> No puede este Organismo incurrir en el equívoco consistente en cambiar la lógica del Derecho por la lógica Formal. En presencia de normas de orden público económico, la tarea del intérprete no puede limitarse a una operación de mera subsunción silogística semejante en su rígido automatismo a una operación aritmética. Se impone a actuar el fin económico social de la norma objeto de interpretación. Lo contrario haría del Derecho una entelequia e impediría al intérprete captar el verdadero sentido y razón de la Ley, lo cual sería a todas luces una incoherencia y una inconsecuencia. Resulta pues imperativo colocar las situaciones objeto de análisis no ya bajo el enfoque de la valoración normativa que constituye la "ratio iuris" de las normas sobre adquisición de acciones propias considerando en ella el sentido que corresponde a la materia regulada, la racional coherencia del sistema venezolano sobre acciones en tesorería en su totalidad y el fin perseguido por el legislador. Lo con-trario mostraría una noción muy incompleta en el sentido de la Ley y no permitiría al Organismo regulador del mercado cumplir con su tarea".

Así pues, ya tenemos frente a frente a lo malo —la lógica formal— y a lo bueno —la interpretación económica—. Sucede sin embargo que el análisis jurídico (y el propio razonamiento humano en general) debe huir, si quiere ser riguroso, de los maniqueísmo, de los tópicos, y, dentro de lo poco o mucho que sea posible, de las ideologías, en el sentido más negativo (y "prejuicioso") de la palabra. Las cosas de la vida, y, por supuesto, el ordenamiento suelen tener algo más de complejidad.

Para abordar pues con cierto rigor nuestro empeño no nos hemos contentar con esa "pobre lógica" de buenos y malos. Hay que ir con algo más de cuidado. Y, en concreto, ha de ser útil, como se verá, lo siguiente:

— Fijarnos en algún otro ordenamiento (se ha tomado como referencia el español, por su novedad) donde la figura de los negocios

sobre las propias acciones se ha regulado por el legislador con un gran lujo de detalles en lo que pudiésemos llamar su "ámbito periférico". Esto es, aquellos supuestos en que, sin estarse de lleno en la adquisición frontal y directa de sus propias acciones, pueden verse sacudidos los principios financieros y corporativos que preocupan al legislador.

— Reflexionar sobre la figura de los apoderamientos genéricos en el Derecho Administrativo, como el que se contiene en el artículo 10, ordinal 12°, de la Ley de Mercado de Capitales de Venezuela, base jurídica de la Resolución de 26 de octubre de 1990.

Vayamos pues a una cosa y otra, como pasos previos indispensables para irnos acercando a nuestro asunto.

II. De los negocios sobre las propias acciones en el Derecho español

El Derecho mercantil español, desde el Código de Comercio de 1885 —ya, por tanto, más que centenario—, hasta la fecha, ha evolucionado en esta materia en un doble sentido. Primero, partiendo de que, en efecto, estamos, con la adquisición de acciones propias, ante un negocio jurídico "bajo sospecha", evolucionando sin embargo desde el rigor absoluto hacia una mayor flexibilidad, y sustituyendo la sanción más rigurosa (la nulidad de pleno derecho), siempre en el plano civil o mercantil, por otras medidas reactivas menos contundentes. Y, segundo, ampliando el ámbito subjetivo de la misma prohibición, con mayores o menores matices, a las filiales y a las participadas.

El inicio es, pues, el rigor extremo. El Código de Comercio de 1885, en su artículo 166, era del siguiente tenor:

> "Las compañías anónimas únicamente podrán comprar sus propias acciones con los beneficios del capital social para el sólo efecto de amortizarlas. En caso de reducción del capital social, cuando procediese conforme a las disposiciones de este Código, podrán amortizarlas también con parte del mismo capital, empleando al efecto los medios legales que estimen convenientes".

Por su parte, decía el artículo 167 que "las compañías anónimas no podrán prestar nunca con la garantía de sus propias acciones".

Ya muchas décadas más tarde vino la Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951. Ella supone una evolución —a la par de otras legislaciones europeas— hacia un régimen de mayor flexibilidad para la adquisición de las acciones propias, que consiste en lo básico en establecer, al lado de la prohibición de que las sociedades adquieran sus propias acciones, un sistema de excepciones a la regla general; un régimen especial para las acciones adquiridas; y la obligación de desprenderse de estas acciones. Se pretendía con ello dar cabida a supuestos en que, no existiendo riesgos para los —antes aludidos (en el punto II del relato de hechos)— principios financiero y corporativo o no teniendo los mismos particular gravedad, la operación de adquirir las propias acciones puede ser beneficiosa para la sociedad. En este sentido, el artículo 47 de la Ley de 1951 se proclamaba así:

> "La Sociedad podrá adquirir sus propias acciones con cargo al capital social únicamente para amortizarlas, previo acuerdo de reducción del capital, adoptado conforme a las disposiciones de esta Ley.
> Con los beneficios y reservas libres, y al solo efecto de amortizarlas, podrá la Sociedad adquirir sus acciones por compraventa o permuta. Con cargo a esos mismos bienes, y por otro título oneroso, podrá también la sociedad adquirir las acciones sin necesidad de amortizarlas, cuando la adquisición se haga para evitar un daño grave y haya sido autorizada por acuerdo de la Junta. Es ilícita la adquisición de acciones a título gratuito.
> Las acciones que adquiera la Sociedad a título oneroso deberán estar totalmente desembolsadas, y en los supuestos en que no haya de amortizarlas, deberá venderlas en el más breve plazo. Entre tanto, quedará en suspenso el ejercicio de los derechos incorporados a las acciones que posea la Sociedad".

Como es notorio, con fecha 1° de enero de 1986 España se adhiere a la Comunidad Europea, lo que le obliga a adaptar su legislación en la materia, concretamente, a la llamada "Segunda Directiva".

La tal adaptación se realizó mediante la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE), y se contiene hoy en el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

En ella no ha de sobrar que nos detengamos; en particular, artículos 74 a 89 ("De los negocios sobre las propias acciones").

Los artículos 74 y 75 vuelven a enunciar el principio general prohibitivo, distinguiendo según que se trate de adquisición ordinaria o derivativa. En todo caso, la prohibición se refiere —y esto es capital— tanto a las acciones propias como a las de la "Sociedad dominante", por expresa mención del legislador. Así:

"Artículo 74.- Adquisición originaria de acciones propias.:

1. En ningún caso podrá la sociedad suscribir acciones propias ni acciones emitidas por su sociedad dominante.
2. Las acciones suscritas infringiendo la prohibición del apartado anterior serán propiedad de la sociedad suscriptora, pero deberán ser liberadas por los promotores y los socios fundadores o, en caso de aumento del capital social, por los administradores.
3. En el caso de que la suscripción haya sido realizada por persona interpuesta, los fundadores o promotores y, en su caso, los administradores responderán solidariamente del reembolso de las acciones suscritas.
4. En los supuestos contemplados en los apartados anteriores, quedarán exentos de responsabilidad quienes demuestren no haber incurrido en culpa".

"Artículo 75.- Adquisición *derivativa* de acciones propias. 1.- La sociedad sólo podrá adquirir sus propias acciones o *las emitidas por su sociedad dominante* dentro de los límites y con los requisitos que se enuncian seguidamente:

1°) Que la adquisición haya sido autorizada por la junta general, mediante acuerdo que deberá establecer las modalidades de la adquisición; el número máximo de acciones a adquirir; el precio mínimo y máximo de adquisición; y la duración de la autorización, que en ningún caso podrá exceder de dieciocho meses.
2°) Que el valor nominal de las acciones adquiridas, sumándose al de las que ya posean la sociedad y sus sociedades *filiales*, no exceda del *diez por ciento* del capital social.
3°) Que la adquisición permita a la sociedad dotar la reserva prescrita por la norma 3ª del artículo 79, sin disminuir el capital ni las reservas legal o estatutariamente indisponibles.
4°) Que las acciones adquiridas se hallen íntegramente desembolsadas".

La sanción frente al incumplimiento de tales mandatos ya no es la nulidad de pleno derecho del negocio jurídico, sino la más matizada de la obligación de enajenar (artículo 76) y, entre tanto, la aplicación de un régimen jurídico especial (artículo 79). Así:

"Artículo 76.- Consecuencias de la infracción:

1. Las acciones adquiridas en contravención de cualquiera de los tres primeros requisitos enunciados en el artículo anterior deberán ser enajenadas en el plazo máximo de un año a contar desde la fecha de la primera adquisición.

A falta de tal enajenación, deberá procederse de inmediato a la amortización de las acciones propias y a la consiguiente reducción del capital. En el caso de que la sociedad omita estas medidas, cualquier *interesado* podrá solicitar su adopción *por la autoridad judicial*. Los administradores están obligados a solicitar la adopción judicial de estas medidas cuando el acuerdo social fuese contrario a la reducción del capital o no pudiera ser logrado.

Las acciones de la *sociedad dominante* serán vendidas judicialmente a instancias de parte interesada.

2. La inobservancia del cuarto requisito del artículo anterior determinará la nulidad del negocio de adquisición".

"Artículo 79.- Régimen de las acciones propias. Cuando una sociedad hubiere adquirido acciones propias o de su *sociedad dominante* se aplicarán las siguientes normas:

1°) Quedará en suspenso el ejercicio del derecho de voto y de los demás derechos políticos incorporados a las acciones propias y a las de la *sociedad dominante*.

Los derechos económicos inherentes a las acciones propias, excepción hecha del derecho a la asignación gratuita de nuevas acciones, serán atribuidos proporcionalmente al resto de las acciones.

2°) Las acciones propias se computarán en el capital a efectos de calcular las cuotas necesarias para la Constitución y adopción de acuerdos en la junta.

3°) Se establecerá en el pasivo del balance una reserva indisponible equivalente al importe de las acciones propias o de la *sociedad dominante* computado en el activo. Esta reserva deberá mantenerse en tanto las acciones no sean enajenadas o amortizadas.

4°) El informe de gestión de la sociedad adquirente y, en su caso, el de la sociedad dominante, deberán mencionar como mínimo:

a) Los motivos de las adquisiciones y enajenaciones realizadas durante el ejercicio.

b) El número y valor nominal de las acciones adquiridas y enajenadas durante el ejercicio y la fracción del capital social que representan.
c) En caso de adquisición o enajenación a título oneroso, la contraprestación por las acciones.
d) El número y valor nominal del total de las acciones adquiridas y conservadas en cartera por la propia sociedad o por persona interpuesta y la fracción de capital social que representa".

La disciplina en la materia se completa con algunos "Supuestos de libre adquisición" (artículo 77), que son, en principio, excepciones al régimen prohibitivo, aunque también en ellos hay una obligación de enajenar, cierto que en el plazo más dilatado de tres años (artículo 78). Además, la aceptación en garantía de acciones propias se asimila, con matices, a la adquisición (artículo 80). Queda prohibida, también con excepciones, la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias o de la sociedad dominante (artículo 81).

El concepto de "sociedad dominante" se obtiene por remisión del artículo 87 al artículo 42 del Código de Comercio, introducido también recientemente y, en principio, con un alcance contable. Dice así:

"1. Toda sociedad mercantil estará obligada a formular las cuentas anuales y el informe de gestión consolidados, en la forma prevista en este Código y en la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas cuando, siendo socio de otra sociedad, se encuentre con relación a ésta en alguno de los casos siguientes:
   a) Posea la mayoría de los derechos de voto.
   b) Tenga la facultad de nombrar o de destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.
   c) Pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con otros socios, de la mayoría de los derechos de voto.
   d) Haya nombrado exclusivamente con sus votos *la mayoría* de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. Este supuesto no dará lugar a la consolidación si la sociedad cuyos administradores han sido nombrados está vinculada a otra en los casos previstos en los dos primeros números de este artículo.

> 2. A efectos de lo dispuesto en el párrafo anterior se añadirán a los derechos de voto de la Sociedad dominante los que correspondan a las sociedades dominadas por ésta, así como a otras personas que actúen en su propio nombre, pero por cuenta de alguna de aquéllas".

El artículo 42.1 del Código de Comercio está pensando, pues, en principio, en supuestos de participaciones mayoritarias: tal es el dominio, tal es el concepto de "sociedad dominante" que emplea, a los efectos que ahora nos interesan, la Ley de Sociedades Anónimas. Pero, ¿qué pasa cuando hay relaciones entre la entidad emisora y la adquirente, sin que las mismas lleguen a constituir una "relación de dominación"?

Los casos en que hay una participación en una sociedad que a su vez tiene acciones de la primera, pero la dicha participación no es mayoritaria, se regulan también en la Ley de Sociedades Anónimas, siempre dentro de los negocios sobre las propias acciones, en los artículos 82 a 86. El primero ("Participaciones recíprocas") indica que "no podrán establecerse participaciones recíprocas que excedan del diez por ciento de la cifra del capital de las sociedades participadas. La prohibición afecta también a las participaciones circulares constituidas por medio de sociedades filiales".

Así pues, hay: a) participaciones superiores al 50 por ciento: estamos ante una relación de dominación; b) participaciones entre el 10 y el 50 por ciento: es el supuesto que ahora nos ocupa, donde también hay una prohibición, aunque con los matices que se verán (artículo 83); y c) participaciones inferiores al 10 por ciento: son irrelevantes y a los efectos que nos interesan, los negocios que nos afectan resultan del todo libres.

Las llamadas "participaciones relevantes" —entre el 10 y el 50 por %— no son sin embargo objeto de un tratamiento idéntico al propio de las sociedades dominantes y dominadas (donde, como nos consta, hay una asimilación total al régimen de negocios sobre las propias acciones en sentido estricto). Cierto que también hay una prohibición, pero las consecuencias de la infracción, según el artículo 83, son otras. Así:

> "1. La violación de lo dispuesto en el artículo anterior determinará la obligación a cargo de la sociedad que reciba antes la notificación a que se refiere el artículo 86 de reducir al diez por ciento su participación en el capital de la otra sociedad.

Si ambas sociedades recibieran simultáneamente dicha notificación, la obligación de reducir correrá a cargo de las dos, a no ser que lleguen a un acuerdo para que la reducción sea efectuada solamente por una de ellas.

2. La reducción a que se refiere el apartado anterior deberá llevarse a cabo en el plazo máximo de un año a contar desde la fecha de la notificación, quedando mientras tanto en suspenso el derecho de voto correspondiente a las participaciones excedentes.
   El plazo para la reducción será de tres años para las participaciones adquiridas en cualquiera de las circunstancias previstas por el artículo 77.
3. El incumplimiento de la obligación de reducción establecida en los apartados anteriores determinará la venta *judicial* de las participaciones excedentes a instancia de parte interesada y la suspensión de los derechos correspondientes a todas las participaciones que la Sociedad incumplidora detente en la otra Sociedad".

Hay también aquí, contablemente, una obligación de establecer, en el pasivo del balance, la oportuna reserva (artículo 84, paralelo, pues, al artículo 79, norma 3ª). Y, por pura coherencia y a efectos de precisión y deslinde de supuestos, el artículo 85 indica que "la disciplina contenida en los tres artículos anteriores no será de aplicación a las participaciones recíprocas establecidas entre una sociedad filial y su sociedad dominante".

Por supuesto, para que pueda funcionar el régimen del artículo 83 es fundamental el sistema de notificaciones previsto en el artículo 86, en los siguientes términos:

"1. La sociedad que, por sí misma o por medio de una sociedad filial, llegue a poseer más del diez por ciento del capital de otra sociedad deberá notificárselo de inmediato, quedando mientras tanto suspendidos los derechos correspondientes a sus participaciones.
   Dicha notificación habrá de repetirse para cada una de las sucesivas adquisiciones que superen el cinco por ciento del capital.
2. Las notificaciones previstas en el aparato anterior se recogerán en las memorias de ambas sociedades".

El régimen mercantil español en la materia se completa todavía con dos puntualizaciones de suma transcendencia. Una es la que se

contiene acerca de la persona interpuesta en el artículo 88, en los siguientes términos:

> "1. Se reputará nulo cualquier acuerdo entre la sociedad y otra persona en virtud del cual ésta se obligue o se legitime para celebrar en nombre propio pero por cuenta de aquélla alguna de las operaciones que en esta sección se prohibe realizar a la sociedad.
> Los negocios celebrados por la persona interpuesta, cuando su realización no estuviera prohibida a la sociedad, así como las acciones propias o de la Sociedad dominante sobre que recaigan tales negocios, quedan sometidos a las disposiciones de esta sección".

En fin, y aun cuando, como se habrá notado, las sanciones de derecho común previstas frente a las infracciones de esta disciplina son estrictamente judicial-civiles (nulidad, obligaciones de enajenar, etc.), el régimen se completa con la atribución de una potestad sancionadora al Ministerio de Economía y Hacienda, según el artículo 89:

> "Artículo 89. Régimen sancionador:
> 1. La infracción de cualquiera de las prohibiciones establecidas en esta sección será sancionada con *multa*, que se impondrá a los administradores de la sociedad infractora, previa instrucción de expedientes por el Ministerio de Economía y Hacienda, con audiencia de los interesados y conforme a la Ley de Procedimiento Administrativo, por importe de hasta el valor nominal de las acciones suscritas, adquiridas o aceptadas en garantía por la sociedad o adquiridas por un tercero con asistencia financiera de la sociedad.
> 2. El incumplimiento del deber de enajenar previsto en los artículos anteriores será considerado como infracción independiente.
> 3. Las infracciones a que se refiere el presente artículo prescribirán a los tres años".

Hasta aquí, el ordenamiento español de la materia, tal y como resulta de la reforma de 1989. Como se verá, es tremendamente poderante y casuístico y, según se habrá notado, el legislador ha entrado de manera expresa en el régimen de las sociedades dominadas y en el de las participaciones recíprocas. En el primer caso, para ordenar su asimilación sin más al de los negocios sobre las propias acciones,

directamente hablando. En el segundo caso, para establecer una disciplina distinta.

Antes de pasar a la glosa de este régimen jurídico legal, en términos que han de ser iluminadores cuando hayamos de volver al otro lado del Atlántico, interesa formular una precisión: estamos en el ámbito de las Sociedades Anónimas en general, y no en el más específico de aquellas entidades cuyos títulos se cotizan en una Bolsa o en cualquier otro mercado secundario oficial organizado. Ello no es así por azar: y es que los riesgos que preocupan al legislador (los famosos principios financiero y corporativo a los que antes aludimos) existen en todo el tráfico mercantil y no se ciñen al sector del mismo que en España se conoce como "mercado de valores".

Este se regula entre nosotros por otra Ley muy cercana en el tiempo a la de Sociedades Anónimas de 1989: en concreto, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que no entiende que, en su ámbito propio, haya ninguna especialidad para los negocios sobre las propias acciones. Cierto que su artículo 99.i) tipifica como infracción muy grave "el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de precios en el mercado de valores", y cierto también que esa patología puede darse cuando una entidad o sus participadas operan con valores propios. Pero en todo caso es o puede ser una consecuencia externa: los entes aludidos riesgos (la integridad del capital y la correcta distribución del poder) no son propio del mercado de valores ni tan siquiera experimentan en él mutación alguna. El silencio al respecto de la Ley del Mercado de Valores hace que, en su ámbito propio, la potestad sancionadora administrativa siga en el Ministerio de Economía y Hacienda y no se traspase a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Hay alguna reflexión que hacer sobre el sistema normativo dispuesto sobre la Ley de Sociedades Anónimas de 1989. La mejor guía está en una obra colectiva (coordinada por A. ALONSO UREBA, J. M. CHICO ORTIZ y F. LUCAS FERNADEZ) aparecida en Madrid en 1987 bajo el rótulo "La reforma del Derecho español de sociedades de capital (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)", que sirvió de base a lo que luego sería la legislación.

En ese libro se contiene un trabajo de CANDIDO PAZ ARES con título "Negocios sobre las propias acciones". Este trabajo es, en general y a los efectos que ahora nos ocupan, de un extraordinario interés. No sólo por su calidad, que sin duda la posee, sino por la posición de relieve que su autor tuvo en la reforma mercantil. CANDIDO PAZ ARES era, en efecto, a la sazón Director General de los Registros y del Notariado y puede decirse que, vía una participación personal muy directa, su trabajo de 1987 pasó de manera casi literal a articularse en la Ley de 1989.

Retengamos, de ese trabajo, lo siguiente:

— La orientación prohibitiva de los negocios sobre las propias acciones es casi universal. Así, en la Segunda Directiva del Consejo CEE, de 13 de diciembre de 1976, en materia de sociedades, en especial artículo 18 a 24. Se menciona por excepción el caso de Estados Unidos, donde el régimen general es de libertad (otra cosa es parajódicamente aquí, lo que sucede en el sector del derecho bursátil o *securities regulation*) (pág. 479).

— Los distintos negocios sobre las propias acciones ponen en peligro este o aquel aspecto del principio del capital o del principio corporativo. "Lo importante, en cualquier caso, es dejar bien sentada la premisa inicial de que *éstos son los únicos principios relevantes para la interpretación y la construcción de la disciplina*". (Subrayado en el original). "Precisamos este punto porque con frecuencia se dice que una de las razones que explican el principio prohibitivo reside en la necesidad de evitar especulaciones bursátiles (...). Y si bien es cierto que éste es sin duda un efecto deseado de la prohibición, no lo es menos que, como tal, no forma parte de la *ratio* de la disciplina societaria de las acciones propias, tal y como ha madurado históricamente"(pág. 481).

— PAZ ARES, cuando puntualiza, al inicio, algunas cosas, indica lo siguiente: "El principio prohibitivo contenido en el anteproyecto afecta directamente al tráfico de las *acciones propias*. Pero ¿qué sucede con las participaciones recíprocas?. La cuestión es delicadísima. Por ahora interesa destacar que, como tales, las participaciones recíprocas no caen dentro de la prohibición de los negocios sobre las propias acciones (se incluyen aquí citas de doctrina alemana). Más adelante nos ocuparemos con más detalles del problema, que desgraciadamente no ha sido objeto de atención por parte de los redactores del Anteproyecto. Entonces tendremos ocasión de examinar sus conexiones con la disci-

plina de las acciones propias y de razonar la conveniencia de que la materia sea dotada de una normativa *ad hoc* en los trabajos de revisión del Anteproyecto" (pág. 483).(Subrayados en el original). El "Anteproyecto" citado era un borrador de trabajo de 1987.

— ¿Afecta la prohibición a terceros que obran por encargo de la sociedad?. En principio, así debe ser, so pena de permitirse que la disciplina sea burlada con facilidad. La Directiva de la Comunidad Europea contiene al respecto hasta ocho de las llamadas "cláusulas de asimilación". Ellas —obvio es— presuponen que la sociedad no ha adquirido la propiedad de acciones, porque, de otra forma, se aplicaría directamente la norma prohibitiva (la "asimilación" exige partir de que los supuestos son distintos). En Derecho español no son necesarias las cláusulas de asimilación, porque la actuación por medio de un tercero (que obra en nombre propio, pero por cuenta ajena) no impide que la titularidad o propiedad de las acciones adquiridas pase de inmediato a la sociedad. Ello no obstante, se propone que el legislador actúe de raíz: no declarando que las acciones son "propiedad" de la sociedad, como lo que se aplicaría de manera directa la disciplina prohibitiva, sino abogando por la nulidad de la relación interna entre sociedad y tercero, de suerte que éste pase a ser el propietario. Pero, para evitar lo que se conoce como "caballeros blancos", el legislador debe extender también a este caso la supresión del derecho de voto (pág. 483 a 491). Todo ello explica lo que luego sería el artículo 88 de la Ley.

— Sobre la delicada cuestión de las Sociedades filiales el Anteproyecto de 1987 guardaba silencio. El mismo, para PAZ ARES, no se justifica en la espera de un genérico "Derecho de grupos", porque aquí la *ratio* es otra. En realidad, no tiene sentido prohibir los negocios sobre las acciones propias y no prohibirlos para la filial, supuesto que existen los mismos riesgos para la integridad del capital y el principio corporativo (en el bien entendido que ello no es predicable de todas las "participaciones recíprocas", sino sólo de las de "control") (pág. 491 a 493).

—"Cabe afirmar, en consecuencia, que el silencio del Anteproyecto sobre esta materia constituye una *laguna de regulación* propiamente dicha (V. LARENZ, *Metodología del Derecho*, p.p.365-367). No se trata de que una determinada norma sea incompleta, sino de la "incomplitud" de una determinada regulación en su conjunto, en el

sentido que no se prevén reglas para una cierta materia que, según el "plan de la ley", requiere de regulación. Se trata, dicho de otra manera, de una "laguna" de ley precisamente porque, de conformidad con los fines perseguidos, tienen que esperarse una regulación jurídica de esos casos" (pág. 494).

—El tema es grave porque el régimen omitido no puede reintegrarse por analogía sin dificultades. "La disciplina de los negocios sobre las propias, en efecto, puede extenderse en parte, y en una parte importante, si se quiere, pero no trasladarse en bloque a los negocios de la sociedad filial sobre acciones de la sociedad matriz". Razones elementales de seguridad jurídica "determinar la convivencia de que nuestro legislador no demore por más tiempo la solución de un problema que nuestra doctrina ya reclamaba al día siguiente de publicada la Ley de 1951". Así las cosas, "dos son las alternativas de regulación que le quedan al legislador: o bien *especializar* el régimen o bien *asimilarlo* (con los reajustes que sean precisos) al de las acciones propias". La primera vía ha sido la seguida en Francia. Para España, se propone que el legislador se oriente por la segunda posibilidad. "Desde el punto de vista de la técnica legislativa, considero que la mejor forma de articular esta solución consiste en establecer una única disciplina, aplicable tanto a los negocios sobre las propias acciones como a los negocios sobre las acciones de la sociedad matriz, con las readaptaciones particulares que en cada caso exija la peculiaridad del supuesto hecho" (pág. 494 y 495). No hace falta decir que ahí está la explicación de que, desde el principio, la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 comience por decir (artículo 74.1) que "en ningún caso podrá la sociedad suscribir acciones propias ni acciones emitidas por su sociedad dominante", y que, en el mismo plano de abstracción, para la adquisición derivativa, las mismas palabras emplee el artículo 75.1.

— "Como es natural, la incorporación al Anteproyecto de la materia que estamos discutiendo exige al propio tiempo que se defina la noción de *sociedad matriz* (o "sociedad dominante"), pues de lo contrario la aplicación de la disciplina estaría sometida a un grado de incertidumbre muy elevado". Esa definición ha de hacerse a la luz de los dos principios (financiero y corporativo) que ya nos son familiares. Desde la primera perspectiva, debe exigirse el 51% ("Participaciones inferiores al 50% no son lo suficientemente relevantes, desde el punto

de vista de la integridad del capital, como para quedar sometidas al régimen de las acciones propias. Deben gobernarse por la normativa —distinta— de las participaciones recíprocas").

La segunda perspectiva —evitar distorsiones en las relaciones de poder entre órganos— fuerza a ir al dato, siempre más impreciso, del control de facto y de la llamada "sociedad dependiente" (pág. 496 y 497). En todo caso es pues, el legislador el que debe fijar todo esto, sin perjuicio de que, para este último concreto punto, no pueda pasar de conceptos genéricos con un inevitable grado de imprecisión en ciertos casos.

— Las acciones adquiridas cometiendo una infracción deben enajenarse en un determinado plazo. Es un caso de negocio "contra legem" no sancionado con la nulidad. Se entiende que la obligación de enajenación es un remedio mejor: es más ágil en su administración y garantiza en mayor medida la seguridad del tráfico (pág. 542 a 549). Luego viene otra admonición al legislador (que este seguiría a pies juntillas en el artículo 76.1 "in fine"): "El sistema sanciotario que venimos examinando en relación con la adquisición ilegal de acciones propias debe trasladarse, como es natural (desde la óptica de nuestra reconstrucción) a la adquisición por parte de la sociedad filial de acciones de la sociedad matriz. El traslado, sin embargo, requiere de una pequeña rectificación. La peculiaridad de las acciones de la sociedad matriz poseídas por la sociedad filial exige, en efecto, que, para el caso en que se incumpla la obligación de enajenar, la obligación de anularlas se sustituya por otra equivalente. Pues, evidentemente, no se puede compeler a la sociedad filial que anule las acciones que haya adquirido de su sociedad matriz y que proceda a la reducción consiguiente de su capital. Sería un *monstrum* jurídico. Lo pertinente consiste pues, como decíamos, en reemplazar la anulación por una operación de sentido similar; y ésta, a nuestro juicio, no puede ser más de que la venta judicial a instancia de parte interesada (v. en una dirección similar el artículo 2359 bis III Codice Civile), pues sólo de esta manera parece posible lograr una medida adaptada a la racionalidad del sistema sancionatorio general" (pág. 549 y 550).

— Durante el tiempo en que las acciones propias están en poder de la sociedad —haya sido la adquisición legal o ilegal—, rige un preciso estatuto legal: suspensión de derechos (en atención al "principio corpo-

rativo") y exigencia de una reserva en la contabilidad (por mor del principio de integridad del capital) (pág. 550 a 567). Es necesario que el legislador extienda el régimen de las acciones propias, también en este punto, a las de la matriz poseída por la filial, con dos rectificaciones. "La primera consiste en que la suspensión de los derechos, en caso de acciones de la sociedad matriz, ha de contraerse solamente a los derechos administrativos o político. No hay ninguna razón, en efecto, que aconseje privar a la sociedad filial del aprovechamiento de los derechos económicos". "La segunda rectificación concierne al régimen de las enajenaciones. La propia *ratio* de la norma que sujeta o, mejor dicho, debiera sujetar las enajenaciones del propio capital a la autorización de la junta demanda que, en la hipótesis de que la sociedad filial quiera desprenderse de los títulos de la sociedad matriz, la autorización la imparta la junta de la sociedad matriz en lugar de su propia junta, tal y como se derivaría de la extensión mecánica de las acciones de la sociedad matriz de la disciplina de las acciones propias" (pág. 567 y 568).

— Tema suscripción (esto es, originariamente) de las acciones propias (¿*Quid iuris* de la suscripción por filial de acciones de la matriz?. De nuevo se predica la equiparación de regímenes. "Desde el punto de vista de la técnica legislativa, la vía más apropiada para lograr este resultado consiste, a nuestro juicio, en establecer una única disciplina y declarar la aplicable tanto a la auto-suscripción como a la suscripción de títulos de la sociedad matriz" (pág. 579). Así lo ha hecho el obediente legislador —bien nos consta— en el artículo 74.

— Hay que decir algo (porque es relevantísimo a los efectos que nos interesan ahora) del régimen de las participaciones recíprocas. Ellas, "aún cuando ofrecen notables diferencias estructurales y valorativas respecto de las acciones propias, suscitan una serie de problemas en cierta medida similares que por fuerza han de resolverse en el seno de un conjunto normativo dotado de unidad de sentido". A las mismas sin embargo no ha llegado la armonización europea y el Anteproyecto de 1987 guardaba del todo silencio. De cualquier manera, es precisa de nuevo la intervención expresa del legislador, porque, pese a la similitud de supuestos —y de peligros—, la normativa sobre acciones propias no puede trasladarse, directa o analógicamente, a las participaciones recíprocas. La imposibilidad de aplicación directa es obvia: la prohibición

se refiere a acciones propias o de la sociedad dominante (en más del 50%), y no es tal el caso (pág. 607 a 609).

— Tampoco cabe la *analogía legis*. La *eadem ratio* se rompe, en efecto, a consecuencia de las diferencias cuantitativas que median entre ambos supuestos. En este supuesto no puede olvidarse que el *aguamiento de capital* que producen las acciones propias (es decir, no equivale al valor de la participación), sino que es mucho menor (equivale al producto del cociente de las participaciones). Si A adquiere un 15% de sus propias acciones se produce un aguamiento de su capital del 15%. Si A adquiere el 15% de las acciones B y B poseía ya el 15% de las acciones de A, el aguamiento de su capital es de un 2,25% (...). Otro tanto cabe afirmar respecto del *aguamiento de la voluntad social*. A diferencia de las acciones propias, que teóricamente darían a los administradores un poder directo equivalente al porcentaje de la participación, las participaciones recíprocas les dan el más pequeño de la influencia que puedan ejercitar sobre la otra sociedad para que sus administradores voten en la propia asamblea en una determinada dirección". Y bien: "Las diferencias cuantitativas se tornan pues en diferencias cualitativas impidiendo el recurso de la analogía. Para comprenderlo, basta tener en cuenta que las participaciones recíprocas, de la misma manera que no pueden ser asimiladas a las participaciones unilaterales (libres), tampoco pueden parificarse con las acciones propias. Desde el punto de vista de la valoración legal relevante, constituyen un fenómeno híbrido que, aun participando de los dos fenómenos anteriormente mencionados, no puede identificarse con ninguno de ellos" (pág. 610 y 611). Así pues, son tres cosas distintas: a) Participaciones recíprocas pequeñas; b) grandes o de control; c) intermedias. Las líneas divisorias entre todo ello son convencionales y exigen un pronunciamiento expreso del legislador. Lo que propone PAZ-ARES es lo que hizo el español, fijando los porcentajes relevantes en el 10 y el 50%. Si se supera esta última cifra, estamos ante sociedades dominantes y dominadas, debiendo establecerse una disciplina prohibitiva igual, con algunos retoques, según ya sabemos. Si no se llega al 10%, estamos justo en el caso opuesto: "Las participaciones recíprocas pequeñas (por ejemplo, las que no son superiores al 10%), al igual que las participaciones unilaterales de una sociedad en otra, son totalmente irrelevantes desde la óptica de la ratio que informa la disciplina prohibitiva de los negocios sobre las propias acciones. Por

ello, su no regulación no puede calificarse como laguna normativa (o laguna contraria a la finalidad de la ley), ni siquiera como laguna de lege ferenda, derivándose de ello que respecto de estos casos ni cabe la analogía ni es de auspiciar una regulación represiva de los mismos". Y nos queda el tertium genus: "las participaciones recíprocas intermedias (las que se encuentran en el arco del 10 al 50%) son las que, propiamente hablando, constituyen el fenómeno híbrido al que aludimos más arriba. Por ello, al encontrarse en una "tierra de nadie", requieren de una intervención del legislador. La omisión de su regulación en el Anteproyecto —o en cualquier otro texto— no da lugar a una laguna normativa en sentido estricto, sino a una mera laguna de lege ferenda (o "fallo de política jurídica", en palabras de LARENZ), que no puede ser colmada por el intérprete con el recurso a la analogía. Estos son los supuestos a los que nos referimos como participaciones recíprocas" (pág. 611 y 612).

— Tampoco cabe la analogía iuris derivando una serie de consecuencias de los principios del capital. "En cualquier caso, debe señalarse que el recurso a los principios generales para gobernar este fenómeno es bastante insatisfactorio. En primer lugar, porque los casos son de difícil control debido a la ausencia de mecanismos de información; en segundo término, porque las sanciones no son congruentes con las que utiliza el legislador en materia de acciones propias; y, finalmente, porque sólo puede recurrirse a los principios del capital, sin posibilidad alguna de controlar las maniobras que tienden a distorsionar el orden legal de reparto de competencias entre el órgano administrativo y la asamblea" (pág. 613).

— El legislador, pues, debe intervenir. "Razones de certeza y de oportunidad político-jurídica así lo aconsejan". A su vez, hay dos modelos: la opción "neutralizadora", con privación del derecho de voto (seguida por el Derecho alemán) y la opción "prohibitiva", con deber de enajenación. PAZ-ARES se inclina por esta segunda, bien que insistiendo en que el propio legislador también establezca previamente con precisión el ámbito objetivo de esta normativa, que debe excluir las participaciones irrelevantes —por abajo— y las mayoritarias —por arriba—. Además, ha de articularse un sistema de notificaciones eficaz y el sistema debe cerrarse con una cláusula que expresamente asimile a las participaciones recíprocas las circulares (pág. 613a 619). Así lo hizo

de manera expresa el legislador español, como ya nos consta, en 1989, en los artículo 82 a 86; al pie de la letra.

Hasta aquí, la transcripción de la reciente legislación española en la materia y la más autorizada exégesis de la misma. Por supuesto que la larga extensión de todo fuerza a pedir disculpas. Por ello ha sido útil porque se trata de una normativa muy reciente y que, además, en sus principios, resulta fruto de una armonización europea que permite hablar, en el viejo Continente, de un cierto *ius commune* en el asunto.

El legislador español, como se ha visto, se ha planteado el tema de la propiedad de acciones de una sociedad no por sí misma sino por terceras a ellas vinculadas. Lo que ocurre es que ese "*grado* de vinculación" no es siempre el mismo y ha de ser el propio legislador quien lo puntualice y tercie en el asunto. Así, tenemos:

* Sociedad estrictamente dominadas, sea por la razón precisa de que otra —la emisora de las acciones— tenga más del 50% del capital, sea por la causa, mucho más fácil de concretar en cada caso, de que ejerce su "control". Si las normas mercantiles no disciplinan este supuesto, estamos ante una "laguna", sí, pero "la misma no puede reintegrarse por analogía sin dificultades". El legislador, pues, debe intervenir para dos cosas: a) fijar, con toda la concreción que le sea posible dado el natural nivel de abstracción en que debe moverse, los conceptos de "sociedad dominante" y propias "sociedad dominada"; y b) sentar un régimen jurídico que, por fuerza, si parecido al que de los negocios sobre las propias acciones en sentido estricto y literal, ha de presentar por fuerza ciertas variantes.

* Sociedades con una participación relevante pero que no llega a ser de "dominio". Con mucha más razón, no cabe la analogía particular ("analogía Legis") ni la general ("analogía iuris"). Es por ello aún más necesario que el legislador baje a la arena y: a) fije con precisión el supuesto; y b) Regule las singularidades de este *tertiunm genus*, a medio camino entre la prohibición y la libertad.

* Sociedades con una participación irrelevante. Su fijación es, por supuesto, convencional. En España la cifra mágica es, como sabemos, el 10%, pero nada impide que sea el 15 o 5%. En todo caso es el legislador quien debe determinarla, como también es él quien debe concretar las consecuencias jurídicas oportunas en todos los planos (administrativo, civil, etc.): en España, como nos consta, libertad total.

* Todavía otra cosa de interés, en el caso de silencio del legislador sobre todas estas cuestiones, el recurso a la analogía, sin perjuicio de dificultades de toda suerte, de orden dogmático y práctico (inseguridad jurídica; no *eadem ratio* cuantitativa y cualitativamente), debe gobernarse por los principios societarios de integridad del capital y de debida atención a la organización corporativa. En ningún caso, por el tema de la manipulación de los precios bursátiles, que es asunto sin duda trascendente pero cuyo *locus* ordinalmente, incluso si "asciende" al Derecho Penal, obedece a otras razones.

Volvamos a Venezuela. Sabemos que, por diferencia de lo que ocurre en España y Europa, la regulación de los negocios sobre las propias acciones no está en el Código de Comercio sino en la Ley de Mercado de Capitales, seguramente por influencia norteamericana. Y conocemos también que el legislador tan sólo se ha referido a la adquisición por una sociedad de *sus* propias acciones, dejando por tanto sin regulación la enorme casuística de supuestos en que el adquiriente sea un tercero en el que concurren ciertas relaciones con el emisor de los valores. Mucho menos, el legislador venezolano ha sentado distinciones según el grado de intensidad de esas relaciones.

Ante una situación tan "desguarnecida", ¿hay propiamente una laguna?. Por supuesto que toda *laguna*, en las diferentes acepciones que la teoría general del Derecho ofrece de esa palabra, tiene mucho de "ideológica": hay quien la *quiere ver*, y hay quien puede invocar el inveterado principio jurídico, de particular importancia en el campo de las normas restrictivas de la libertad, *inclussio unius, exclussio alterius*. Segunda pregunta: en el caso de que exista esa laguna ¿la misma es reintegrable por analogía, sea particular o general?. ¿Permite este recurso interpretativo "modular" las debidas consecuencias jurídicas a la vista de la heterogeneidad, cuantitativa y cualitativa, de supuestos con que nos podemos encontrar?.

La respuesta a estas dos preguntas —si hay una laguna en el Derecho venezolano y si la misma se puede colmar por analogía— es un asunto principal de este Dictamen. Pero antes, siempre en plano del comparatismo y de lo que podemos considerar como los principios comunes del Derecho occidental, hemos de ir al otro pilar previo del tema concernido, que es el artículo 10, ordinal 12, de la Ley de Mercado de Capitales de Venezuela.

III. Sobre los apoderamientos genéricos en el derecho administrativo

Y es que, supuesto que estamos en el ámbito de las potestades administrativas, hemos de considerar que cualquier labor de interpretación y aplicación jurídica, más o menos creativa, se encuentra aquí con restricciones mayores a las que puede tener, verbi gracia, un Juez Civil: se ha de buscar, en efecto, donde está la potestad de la Comisión Nacional de Valores para dictar una resolución como la de 26 de octubre de 1990: considerar a las acciones del Banco de Venezuela SAICA poseídas en propiedad, al menos formalmente, por las empresas (...) como acciones en tesorería del Banco de Venezuela, SAICA, a los efectos de la prohibición de formar parte del quórum en las asambleas de accionistas de dicha institución en las mismas asambleas, a tenor de lo dispuesto en el artículo 47 de la Ley del Mercado de Capitales".

Desde luego, base explícita no existe en el orden jurídico de Venezuela. La que se invoca es la —muy genérica— del artículo 10, ordinal 12°, de la Ley de Mercado de Capitales, según la cual compete a la Comisión Nacional de Valores "adoptar las medidas necesarias para resguardar los intereses de quienes hayan efectuado inversiones en acciones y otros títulos valores sujetos a esta Ley".

Sorprende de entrada que un tema como el que —en el fondo— ahora nos entretiene, tan necesitado, por su naturaleza, de un tratamiento muy ponderado y casuístico, sea abordado por la Administración con una base competencial tan genérica.

¿Qué significa este artículo 10, ordinal 12°?. En una primera aproximación estamos ante lo que la doctrina alemana llama un "Gummiparagraph", un parágrafo de goma, susceptible de ser estirado y achicado sin más límites que los que quiera entender la propia Comisión Nacional de Valores. Así, por ejemplo, para resguardar los intereses de los inversores, la Comisión tendría como atribuciones y como deberes nada menos que:

— Actuar masivamente como operador de contrapartida, comprando todos los títulos que se ponen a la venta cuando las cotizaciones de una sociedad comienzan a descender en el mercado. Así, mediante esas compras, mantendría los precios, resguardando los intereses de los inversores.

— Dictar leyes cuando los que existen y están en vigor en Venezuela no se entendieran, a juicio —libre— de la Comisión, suficientes para resguardar esos intereses. La Comisión Nacional de Valores estaría así autorizada —o incluso obligada— a usurpar el papel y la función del poder legislativo.

— Sustituir y suplantar la actuación de los administradores de una Entidad mercantil que, aun sin culpa y con la mejor voluntad, hubiesen adoptado una decisión empresarial simplemente errónea, con demérito para el valor de las propias acciones. La Comisión Nacional de Valores se convertiría así en un "superadministrador" de todas las empresas de Venezuela sometidas a su control, juzgando sobre la oportunidad y el acierto de cada medida empresarial y acabando, por supuesto, mediante esa vía, con la economía del mercado, siempre —eso sí— para resguardar los intereses de los inversores.

Hasta tales extremos puede legar —literalmente— este "parágrafo de goma": hasta acabar —sin mas— con el poder legislativo y el judicial y aún con la propia economía de mercado a cuyo servicio pretende estar. Por supuesto que todo eso es aberrante. Pero los ejemplos puestos, y sus cataclísmicas consecuencias, son locuaces de la exigencia de que esta cláusula competencial (¿competencial?: luego veremos sobre ello) se interprete no por fuera del sistema jurídico y como una por así decir "rueda loca" que gira a su aire y al margen —o por encima— de la Constitución y del ordenamiento jurídico. El estudio del artículo 10, ordinal 12°, de la Ley de Mercado de Capitales, ha de ser por tanto, cuidadoso y detallado.

Para empezar, estamos ante una de las llamadas "potestades genéricas" o —en el mejor de los casos, por lo que se habrá de decir luego— "cláusulas generales de competencia", lo cual es, desde luego, algo raro en el Derecho Público Occidental. Por lo común, la atribución de potestades administrativas por una norma ha de efectuarse de modo tasado y concreto (como hace el artículo 10 de la Ley de Mercado de Capitales en los demás casos), especificando con el mayor grado de detalle posible los poderes y facultades en que consiste. En palabras de la mejor doctrina española: "una exigencia ésta de carácter político, indisoluble con la esencia misma del régimen constitucional: siendo la libertad del individuo el patrón básico de la convicencia civil, las

potestades administrativas de intervención en la misma no pueden ser sino excepciones que, por ello, han de definirse con entero rigor. No es infrecuente, sin embargo, en nuestro Derecho positivo —lo que es una amarga herencia de nuestra tradición política autoritaria— que determinadas normas atribuyan a la administración potestades genéricas de actuación mediante la descripción vaga e imprecisa de los *fines* a conseguir con ellas, de los supuestos de hecho que autorizan para su empleo y de los medios o medidas en que consisten" (JUAN ALONSO SANTAMARIA PASTOR, "Fundamentos de Derecho Administrativo", I Madrid, 1988, pág. 883).

No debe extrañar por ello que, en toda la tradición jurídica occidental (de la que Venezuela, sin duda, formar parte en un lugar de privilegio) esta suerte de cláusulas estén siempre bajo sospecha, en el mejor de los casos. Primero, exigiendo que se contengan en normas de rango legal (requisito formal que aquí se cumple: tal cosa es el artículo 10 de la Ley de Mercado de Capitales), Y, segundo, aún así, postulando su inconstitucionalidad, a salvo de casos muy concretos, por lo que tiene de dejación del legislador en favor de la Administración.

Así en España: "Dichas cláusulas, cuando vienen consagradas normativamente, son, por regla general, inconstitucionales, al infringir el principio superior de libertad que inspira todo nuestro sistema jurídico (artículo 1.1 de la Constitución) y, más concretamente, las reglas de seguridad jurídica y de interdicción de la arbitrariedad de los poderes públicos (artículo 9.3). Unicamente resultan admisibles aquellas cláusulas en las que no resulta posible o conveniente un grado de precisión superior al normal en la definición de los términos del apoderamiento, habida cuenta de la gravedad o indeterminación de los supuestos a que se refiere "(JUAN ALFONSO SANTAMARIA PASTOR, op. cit., pág. 884). Y este autor pone los siguientes ejemplos, por demás ilustrativos: "Así ocurre con las cláusulas de apoderamiento para situaciones excepcionales o de calamidad pública, hoy definidas en la Ley Orgánica 4/1981, de 1° de junio, sobre los estado de alarma, excepción y sitio; y, de forma más amplia, en el artículo 21.1.j) de la Ley de Bases de Régimen Local, que, reproduciendo un precepto tradicional de nuestro Derecho Local, atribuye al Alcalde la potestad de "adoptar personalmente, y bajo su responsabilidad, en caso de catástrofe o infortunios públicos o grave riesgo de los mismos, las medidas necesarias y adecuadas".

Así también, en Alemania, donde las cláusulas generales se entienden contrarias a la doctrina del Tribunal Constitucional Federal según la cual la reserva de ley genérica en materia de derechos y libertades se considera exigente de que el legislador no abdique de esa manera de su tarea en favor de la Administración; tan sólo se admiten en el muy limitado ámbito de algunas relaciones de sujeción especial de particular intensidad, como es el caso del "status" del presidiario frente a la Administración penitenciaria (Así, "Entscheidungen des Bundesverfassungsgericht" 33, 1, del año 1972: "Los derechos fundamentales de los presos sólo pueden limitarse por ley o con base a una ley, que sin embargo no puede renunciar a cláusulas generales, su vez, han de ser lo más concreto que sea posible —*moglichst engbearentzte*—").

Tal es pues el panorama general: las cláusulas generales de apoderamiento a la Administración (como la que contiene el artículo 10, ordinal 12°, de la Ley de Mercado de Capitales de Venezuela) o son inadmisibles o, en todo caso, deben verse con lupa.

Pero es que hay más: las palabras empleadas en esa norma ("adoptar *las medidas necesarias*") resultan, por su indeterminación, sólo propias de situaciones rigurosamente excepcionales en la vida nacional. Así:

* El Artículo 48.2 de la Constitución alemana de Weimar de 1919 indicaba lo siguiente: "Cuando en el Reich estén amenazados o dañados seriamente la seguridad y el orden públicos, el Presidente del Reich podrá adoptar las medidas necesarias (die notwendige Massnamen), en su caso haciendo intervenir la ayuda de la fuerza armada. A tal fin podrá suspender, en todo o en parte, los derechos fundamentales proclamados en los artículos. 114, 115, 117, 118, 123, 124 y 153". No se tasan cuáles hayan de ser esas "medidas necesarias". Tal era el Diktaturaewalt o poder dictatorial del Presidente, de infausta memoria, por cierto, en la historia de Europa y del mundo.

* En el ámbito de las relaciones entre el poder central y los Estados miembros de la Federación ("Bund" y "Lander"), la vigente Ley Fundamental de Bonn, de 1949, contiene también otro explosivo precepto. Es el artículo 37, que dice así: "Cuando un *Land* incumple los deberes federales que le imponen esta Ley Fundamental o una Ley federal, el Gobierno federal, con aprobación del *Bundesrat* (segunda Cámara parlamentaria), podrá adoptar *las medidas necesarias* para, en el ámbito

de la coacción federal, compeler al *Land* al cumplimiento de sus deberes". No hará falta decir que ese precepto, previsto para situaciones de auténtica emergencia nacional, no ha sido aplicado nunca.

* En Francia, la Constitución en vigor desde 1958 contiene un muy discutido Artículo 16, que también consagra lo que la doctrina gala, sin ambages, llama "dictadura presidencial". Aquí las palabras no son "las medidas necesarias", sino las "exigidas por las circunstancias", lo que es algo más restrictivo: "Cuando las instituciones de la República, la independencia de la Nación, la integridad de su territorio o la ejecución de sus compromisos internacionales estén amenazados de manera grave e inmediata y el funcionamiento regular de los poderes públicos constitucionales esté interrumpido, el Presidente de la República adoptará *las medidas exigidas por estas circunstancias,* tras consulta oficial al Primer Ministro y a los Presidentes de las Cámaras y del Consejo Constitucional".

* También habla de "las medidas necesarias" la Constitución Española de 1978 en su artículo 155, en un contexto parecido al del artículo 37 de la Ley Fundamental de Bonn. "Si una Comunidad Autónoma incumpliere las obligaciones que la Constitución u otras leyes le impongan, o actuare de forma que atente gravemente al interés general de España, el Gobierno, previo requerimiento al Presidente de la Comunidad Autónoma y, en el caso de no ser atendido, con la aprobación por mayoría absoluta del Senado, podrá adoptar las medidas necesarias para obligar a aquélla al cumplimiento forzoso de dichas obligaciones o para la protección del mencionado interés general". Por supuesto que este precepto tampoco se ha aplicado nunca. Los calificativos que le ha dedicado la doctrina son —sin hipérbole— dramáticos. Así, en el libro colectivo "La Constitución Española de 1978. Estudio sistemático", dirigido por E. GARCIA DE ENTERRIA y A. PREDIERI, Madrid, 1980, hay un trabajo de P. CRUZ VILLALON —actualmente Magistrado del Tribunal Constitucional— con el expresivo título de "La protección extraordinaria del Estado". Tienen particular interés las págs. 685 a 689. Para PEDRO CRUZ VILLALON, el artículo 155 es el "más explosivo de la Constitución"; y la decisión del Gobierno a que se refiere este precepto es "la decisión política más transcendente de las previstas en la Constitución"; y ello porque el artículo 155 viene a establecer:

> "esa cláusula de "plenos poderes" que, *en todo caso ha tratado de excluirse en las relaciones Estado-ciudadanos*, cláusula cuya gravedad estriba no sólo en la absoluta indeterminación de las medidas adoptables sino sobre todo en la absoluta discrecionalidad otorgada a los órganos del Estado a la hora de aplicar la oportunidad de su aplicación. El artículo 155 es, seguramente, el exponente más expresivo, y desafortunado, de esa concepción de la unidad del Estado, latente en la formulación del artículo 2 (de la Constitución) como algo anterior, previo y, por tanto, superior a la misma Constitución y al ordenamiento jurídico en su conjunto. En definitiva cabría afirmar que, por lo que hace a nuestra Constitución, "soberano es quien decide acerca del artículo 155"; pero esas manifestaciones son más un síntoma de ruina que no un instrumento de salvación del Estado".

Las citas —todas ellas en el mismo tono dramático— podrán seguir, pero con lo dicho es bastante: las cláusulas habilitantes para adoptar "las medidas necesarias" en una situación —tal y como la que se contiene en el artículo 10, ordinal 12°, de la Ley de Mercado de Capitales de Venezuela— son no ya apoderamientos generales a la Administración que, en el mejor de los casos, hay que admitir con toda restricción, sino algo más que eso: las Constituciones occidentales emplean tales palabras en situaciones verdaderamente excepcionales en las que está en juego nada menos que la permanencia de la propia Constitución y aún del Estado mismo. No, desde luego, algo que una Autoridad administrativa pueda tener para el gobierno diario de un sector de la economía. A todas esas consecuencias —sin duda, no queridas por el legislador de Venezuela— puede llevar este extraño "parágrafo de goma". Sus intérpretes y sus aplicadores, para evitar tales efectos, han de situarlo, como se ha dicho, en su contexto constitucional y ordinamental.

Y, así, la Sala Político Administrativa de la Corte Suprema de Justicia, ha enanizado el alcance de esa expansiva prescripción al decir que estamos ante un poder discrecional (Sentencia de 28 de septiembre de 1982, caso Banco Unión, C.A.: "La forma general en que está concebida la norma contenida en el inciso 12 del artículo 10 de la Ley de Mercado de Capitales, concede una amplia facultad discrecional a la Comisión Nacional de Valores"). Por supuesto que la discrecionalidad administrativa, en Venezuela y en todo el mundo, tiene sus límites. Y por

supuesto también que calificar la amplísima atribución que estamos comentando como muestra de un puro y simple poder discrecional ya es una restricción notable de su alcance inicial.

Es posible sin embargo, y nada forzado, dar un giro más a la tuerca de la interpretación, supuestos los numerosos flancos abiertos que, pese a todo, puede seguir dejando la calificación como "amplia facultad discrecional" del contenido de este precepto. Y es entender que este ordinal 12°, como auténtico cuerpo extraño que es junto a la precisión de las demás menciones del artículo 10, no constituye materialmente tanto una potestad en sentido técnico cuanto una expresión del fin, del móvil, del norte que ha de guiar la actuación toda de la Comisión Nacional de Valores. Resguardar los intereses de los inversionistas no es algo paralelo y parangonable a, por ejemplo, "autorizar, reglamentar y supervisar el funcionamiento de las asociaciones de inversionistas" —ordinal 5°—; tampoco es algo distinto: la autorización, la reglamentación y la supervisión de tal o cual sujeto del mercado tiene sentido precisamente para resguardar los intereses de los inversionistas. *En orden a ello: no al margen y como cosa distinta de ello.*

Así las cosas, el Estado de Derecho resplandecería de nuevo del todo. Por supuesto que esa interpretación —el artículo; 10, ordinal 12° no es una autónoma atributiva de competencias, ni tan siquiera residual— no cuenta hoy con el respaldo de la Corte Suprema de Justicia. Pero es la más coherente con los principios universales del Estado de Derecho.

Volviendo de nuevo a España, se trataría de que ese discutido precepto fuera entendido, por su ubicación sistemática, como un *lapsus* de técnica legislativa y se debiera leer, en buena y progresiva teoría, como el artículo 13 de la Ley del Mercado de Valores de acá: la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se dice en el párrafo primero, tendrá encomendada "la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora, y las demás funciones que se le atribuyen en esta Ley". Tales son —por una parte— las funciones, las competencias, las potestades. Y luego, en el párrafo segundo, vienen los móviles de su actuación, y ahí es donde se mencionan (no con esas palabras exactamente) los intereses de los inversores:

> "La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines".

Así pues, rectamente entendido, este apoderamiento del artículo 10, ordinal 12°, o bien configura una potestad discrecional (con los límites propios de ella, aún cuando con contornos imprecisos en el caso pese al enorme progreso que supone el artículo 12 de la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos); o bien pura y simplemente no es atributiva de competencia alguna. De cualquier manera, y por lo que se habrá de ver, uno y otro camino conducen a la misma conclusión.

En todo caso, y al hilo del —de por sí muy impreciso— término de "resguardar los intereses de los inversionistas", sí que habría algo que decir, sobre todo si, dentro del campo común del crédito o de las finanzas, consideramos la existencia de dos pilares: uno, el bancario; otro, el bursátil o de los mercados de valores o de capitales. En Venezuela —como en España y por doquier—, las autoridades reguladoras y supervisoras son dos distintas (la Superintendencia de Bancos y la Comisión Nacional de Valores, respectivamente) y las técnicas jurídico-administrativas, también. En concreto, han de ser más enérgicas en el primer caso que en el segundo. Permítaseme que, para explicar la causa de esa distinción, emplee palabras propias extraídas de otro lugar ("Derecho Público del Mercado de Valores", Madrid, 1989, pág. 56 y 57):

> "Los mercados de valores se encuentran en una fase de su historia caracterizada, entre otros fenómenos, por su cada vez mayor inserción dentro del mundo del crédito, mundo cuyo habitante anterior casi solitario era la Banca y en que se realizaban, prácticamente en exclusiva, las operaciones pasivas y activas de los Bancos. Pero que estemos insertos en ese fenómeno no significa, sin más, que la evolución en sentido de equiparación deba darse por cancelada. El Derecho Público Bancario y las funciones y la posición del Banco de España no han surgido de la noche a la mañana y, más que por las normas recientes, se explican por el decurso histórico y por las necesidades, contrastadas en un largo período, de la realidad misma. En los mercados de valores, por el contrario, falta todo eso, y habrá que esperar a tener más experiencia para saber cómo se decantan las cosas. Dos puntos, de cualquier manera, siguen

suponiendo sendos obstáculos cualitativos a la equiparación plena: *primero, el inversor en los mercados de valores asume un riesgo que no asume el depositante bancario, lo que hace que la protección administrativa de su posición no pueda ser, en esencia, la misma*; y segundo, del diseño que de la Comisión Nacional del Mercado de Valores hace la Ley del Mercado de Valores se desprende que estamos ante un ente con potestades, sí, supervisoras e incluso normativas (artículo 15), pero no directoras en el sentido con que se caracteriza el Banco de España no ya hoy, sino en 1946, cuando se dictó la Ley de Ordenación Bancaria".

Tales palabras se refieren a España, aunque en ellas subyace un conocido fenómeno financiero universal. Y lo que quieren decir es que, por hipótesis, la protección que, en Venezuela, ha de desplegar la Comisión Nacional de Valores en favor del inversor por fuerza ha de dejar libre un elemento de riesgo que él mismo eligió al colocar allí su dinero en lugar de depositarlo en una cuenta bancaria. Instituciones públicas o parapúblicas como los Fondos de Garantía de Depósitos (con esa u otras denominaciones) no existen ni tienen sentido, económico o jurídico, en las Bolsas. Dicho de otra manera: lo que quiera que haya de incluirse en el ámbito del artículo 10, ordinal 12°, de la Ley de Mercado de Capitales de Venezuela ha de tener en cuenta siempre que la garantía patrimonial, en una u otra cuantía, y la facultad de retirar sus ahorros en todo momento o, al menos, en los plazos pactados, son bienes jurídicos tutelados por la Administración, con mayor o menor fortuna y hasta un límite de tal o cual cantidad, frente a los Bancos, pero no en los mercados dichos de valores o de capitales, muy en singular cuando el título negociado es de los llamados "de renta variable", como una acción representativa del capital de una Sociedad Anónima.

IV. Recapitulación provisional

Dicho todo lo anterior sobre el Derecho español acerca de los negocios con las propias acciones y también sobre el sentido de los apoderamientos genéricos en el Derecho Administrativo, podemos recapitular. El tema en el que se me ha preguntado mi opinión es el de la competencia de la Comisión Nacional de Valores para dictar el acto de 26 de octubre de 1990 —y otro conexo—. Previamente a ello se ha

tenido que profundizar en si, en los fenómenos por así decir "periféricos" (adquisición de acciones por filiales o Sociedades vinculadas) cabe o no la asimilación por analogía con respecto a la disciplina prohibitiva de las acciones en tesorería

Tales eran, recuérdese, nuestros nortes: analogía si o no; competencia sí o no.

En punto a lo primero, es cierto que existe un "círculo externo" o "periférico" del fenómeno patológico de la adquisición de acciones propias. En ese círculo externo, sin embargo, hay que hacer muchas matizaciones y distinciones, porque, si bien, *al menos en parte,* hay una *eadem ratio,* la hay *sólo en parte.* Por otro lado, no todos los casos son idénticos y hay que distinguir. Así lo ha hecho el legislador español, mediante las siguientes consideraciones subjetivas en atención a la figura del adquirente de los valores:

— Sociedad dominada en sentido estricto y claro (participada en un 50 por ciento).

— Sociedad también dominada pero en base al criterio, mucho mas impreciso, del "control". Algo donde la abstracción propia del legislador nunca le permitirá ir muy lejos. Incluso la aplicación casuística de las normas por los Tribunales tropezará siempre con algo tan informalizable jurídicamente —incluso inasible, si se me permite la palabra, para la razón humana— como es la amistad y el compromiso personal.

— Sociedad (caso distinto de los dos anteriores) participada por la emisora entre un 10 y un 50 por ciento; unas cifras del todo convencionales, por otra parte, pero que el legislador español ha entendido locuaces de que la situación no es propiamente de dominación.

— Sociedad participada en menos de un 10 por ciento.

— Sociedad sin participación alguna de la emisora de las acciones pero que actúa, aunque en nombre propio, por cuenta de la otra. Es el caso de los "caballeros blancos" en sentido propio, que regula el legislador español en el artículo 88 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989, declarando nulo el negocio entre las partes.

Hay otras veces en que el carácter "periférico" de la situación (con respecto a lo que pudiésemos llamar el "núcleo duro y directo" de la disciplina prohibitiva sobre los negocios con las acciones propias) no está en las vinculaciones subjetivas entre el emisor y el adquirente, sino en la propia naturaleza jurídica y económica del negocio: así, siempre

según la Ley española de Sociedades Anónimas, cuando no hay en rigor adquisición sino aceptación en garantía de acciones propias (artículo 80) o asistencia financiera (artículo 81).

Todas estas realidades "periféricas" están singularizadas por el legislador español y no se aplica a ellas (a cada una de ellas) el régimen propio de la autocartera pura y dura. No cabe la tosca "asimilación" lineal, porque no hay *eadem ratio* y además porque el régimen de sanciones (sobre todo, civiles) previsto para la adquisición directa de las acciones propias resulta incongruente y, en algún caso, imposible de aplicar.

Por supuesto (puede decirse ya) que el Derecho venezolano en la materia requiere una mejora sustancial, sin que valga la excusa de que, al final, siempre nos encontraremos con casos reales por así decir tan dependientes de consideraciones estrictamente personales (como, según se ha dicho, la amistad) que resultan, en la conocida frase de NEUMANN sobre las relaciones entre Derecho y economía, de "difícil penetración jurídica".

Pero no es ese el tema. Es claro que el Derecho venezolano ofrece imperfecciones, boquetes, y, si se quiere, "lagunas". El problema es si todo ello debe ser arreglado por el legislador (por él y sólo por él, para el futuro y en abstracto) o si otras autoridades, y en singular las administrativas, pueden ir "tanteando" la extensión y la asimilación del régimen prohibitivo caso por caso, sin matizaciones excesivas y, por supuesto, dejando maltrecha la seguridad jurídica. Sin duda que tiene buena parte de razón en sus lamentaciones y en sus denuncias la Comisión Nacional de Valores, cuando, al motivar el acto de 26 de octubre de 1990, indica, tras describir los hechos, que "sería absurdo que frente a esta situación y a las sofisticaciones que adquiera la organización de un grupo económico se pretenda vaciar de su contenido imperativo a los citados artículos de la Ley de Mercado de Capitales. La utilización abusiva de las formas jurídicas en este caso no puede relajar disposiciones de orden público como las contenidas en la Ley del Mercado de Capitales sobre acciones en tesorería. Lo contrario legitimaría toda clase de expedientes destinados a realizar precisamente lo que la Ley prohibe en forma clara y tajante y conducirla a la ineludible, insostenible conclusión de que serían los propios particulares sujetos a la Ley quienes en última instancia resolverían en atención a sus particulares conveniencias cuando les sería aplicable o no la Ley de Mercado

de Capitales así como las circunstancias y eventualidades en las cuales y sus procederes y conductas habrían de ceñirse a la Ley en franco y abierto desconocimiento de las realidades económicas que constituyen el sustrato de las relaciones que regula la misma Ley". Tiene razón la Comisión, digo, al indicar que la legislación es poco fina. Pero ello no significa que sea la Comisión quien mesiánicamente se tenga que sentir llamada a arreglar las cosas.

En el caso que nos ocupa, las Sociedades en atención a las cuales se me requiere el Dictamen tienen vínculos de naturaleza diversa e imprecisa con el Banco de Venezuela. No se niega. ¿Es posible meter todos los casos —los aquí concernidos y cualesquiera otros "parecidos" que pueda haber en Venezuela— en el mismo saco y asimilarlos sin más a las acciones en tesorería?

V. Reflexiones sobre la teoría general del ordenamiento: la imposibilidad de analogía en el supuesto de referencia

Los problemas de fondo jurídico aquí existentes, al hilo de la Resolución de la Comisión Nacional de Valores de 26 de octubre de 1990, son nada menos que los grandes temas de la Ciencia jurídica de nuestra era. Al respecto hay, en cualquier país del mundo, bibliotecas enteras.

No se trata ahora, por supuesto, de resolver el problema eterno de las fuentes del Derecho o incluso de la justicia absoluta, sino tan sólo de recordar algunas cosas elementales para lo que ahora nos concierne.

Es evidente que, desde el constitucionalismo y la codificación, a finales del siglo XVIII y comienzos del XIX, ha llovido mucho. Hoy puede decirse que está generalizada la opinión de que es insostenible el mito de la "completud" del ordenamiento, como también se ha derrumbado la idea de que, en la aplicación de la Ley, está desterrado todo elemento creativo. Muchos Códigos Civiles han tenido que tomar nota de todo ello y así recogen figuras como el llamado "fraude a la ley", o la analogía como forma de llenar lagunas. Todo ello son reconocimientos paladinos de que no todo el Derecho está en las Leyes.

Lo dicho son cuestiones elementales, por las que casi habría que pedir disculpas. Pero se deben distinguir esas -si se puede hablar así "convincciones absolutas" (en el sentido de generalmente aceptadas) de

otras cosas defendidas por corrientes de pensamiento jurídico que no gozan de tal grado de asentimiento. Así, habría que mencionar la llamada "escuela de derecho libre"; o la conocida idea de KELSEN según la cual entre norma y acto no habría diferencias ni siquiera cuantitativas y sí sólo las cronológicas de que una y otro operan como pasos de continua creación jurídica desde la cúspide constitucional. Acerca de todo ello —de nuevo con las mismas palabras— no pasa de haber "convincciones relativas" mas o menos minoritarias.

Lo que ocurre, sin embargo, es que algo tan ecuménicamente aceptado como es la analogía como recurso para colmar las lagunas legales (incluso las "lagunas de regulación" en el sentido de KARL LARENZ) vuelve a toparse con dificultades a la hora de postular su aplicación automática o incluso mecánica:

1°) Por el carácter "ideológico" de toda laguna. Para "detectarla", ha de quererse ver.

2°) Porque, en rigor, nunca hay *identidad* absoluta de razón entre el supuesto regulado positivamente y el análogo: habrá, sí, parecidos, semejanzas o similitudes, todo lo cual son otros tantos elementos de "inseguridad" a la hora de acudir a este recurso ordinamental.

3°) Porque —y esto ya es mucho mas evidente— las normas limitativas o restrictivas de derechos, o mas si son prohibitivas del ejercicio de los mismos, no son susceptibles de interpretación no ya analógica sino incluso extensiva: *odiosa sunt restrigenda, favorabilia amplianda.*

4°) Porque ello es tanto más cierto cuando se trata de normas de sentido policial y habilitadoras de intervenciones administrativas, por ser excepciones a un régimen general de libertad.

Todo ello ha encontrado precisamente en lo que se conoce como "grupos de sociedades" *(holdings)* un campo de pruebas especialmente problemático y vidrioso. Los tales "grupos" vienen trayendo a los legisladores del mundo entero por la calle de la amargura en muchos planos (civil, mercantil, fiscal, etc.), si bien los problemas que ellos plantean acaban siendo al final los mismos de esa gran creación del espíritu occidental que es —en sí— la persona jurídica.

En el caso concreto que nos concierne estamos ante una de las manifestaciones (patológicas, si se quiere) de ese fenómeno de los grupos de sociedades, que es el que tiene que ver con la disciplina prohibitiva de los negocios sobre las propias acciones, aunque —claro es— se trata de algo de alcance mucho mas general.

Cabe entender que en el Derecho de Venezuela hay una laguna —se la "ve"— o que no la hay. Pero en aún el primer caso el recurso a la analogía no es posible:

* Porque, de entre las diversas manifestaciones "periféricas" de los negocios sobre las propias acciones, las entidades propietarias de los títulos del Banco de Venezuela (y que se vieron privadas de sus derechos por la Comisión Nacional de Valores) no son "sociedades dominadas" por no tener el Banco en ellas más del 10 por ciento (o el 15 según los casos).

* Porque, en tales casos, falta la *eadem ratio* cuantitativa (y por ende cualitativa) que se desprende del llamado "principio del capital", en los términos que conocemos.

Supongamos, sin embargo, que estuviésemos en el supuesto de "sociedades dominadas" del segundo tipo: esto es, no en virtud de una titularidad accionarial mayoritaria sino por el dato impreciso y casuístico del control. Pues bien: en tal caso, en atención al "principio corporativo", tampoco cabría la analogía. Y es que, sin prejuzgar nada los hechos reales y sin dar por buena la versión de la Comisión Nacional de Valores, estamos ante normas no ya restrictivas sino prohibitivas (es el llamado "principio general de prohibición" de las acciones en tesorería):

— Prohibitivas de que una sociedad compre sus propias acciones (artículos 43 a 47 de la Ley de Mercado de Capitales), como excepción a la libertad económica general, de comprar y de vender (en un "mercado", precisamente).

— Prohibitivas, vistas desde otra perspectiva, del derecho de todo accionista a ejercer sus derechos (corporativos y económicos) en una Sociedad.

Tal es un principio general irrenunciable del Derecho venezolano y occidental.

Interesa precisar que ello es así también incluso en países donde el ordenamiento de los grupos de sociedades goza de un mayor grado de desarrollo. En España, por ejemplo, no es infrecuente que, en cuestiones civiles o laborales, la jurisprudencia aplique el llamado "levantamiento

del velo" de las personas jurídicas (al respecto, RICARDO DE ANGEL YAGUEZ, "La doctrina del "levantamiento del velo" de la persona jurídica en la reciente jurisprudencia", Madrid, 1991). Pero esas libertades de los Tribunales no se dan cuando se trata de normas restrictivas —mas: prohibitivas— de derechos; y no son posibles cuando quien ha de aplicar las normas no son los jueces sino la Administración. En tal caso hace falta, sin duda, un apoderamiento expreso.

En España, verbi gracia, para que la propia Comisión Nacional de Mercado de Valores pueda saltarse el dato formal de la personalidad jurídica ha sido necesaria una cláusula *explícita y expresa* en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores de 1988.

Más todavía: no es cierto que el legislador venezolano ignore la existencia de los grupos de sociedades y los problemas que pueden crear. Los ha contemplado, por ejemplo, y precisamente, al impedir que los Bancos comerciales tengan más de un 10 ó un 15 por ciento, según los casos, de participación en otras entidades.

El legislador venezolano —el sectorial bancario—, al menos no ha desconocido el fenómeno de las participaciones societarias y ha visto los riesgos que pueden presentar. Lo que ocurre es que ha posibilitado y concretado esos riesgos, arbitrándolos en un punto de equilibrio con el principio general de libertad de comercio e industria.

Así pues, a la vista de los artículos 43 a 47 de la Ley del Mercado de Capitales no es posible su extensión analógica a un supuesto como el que nos ocupa:

A) Porque probablemente no hay laguna ordinamental.

B) Porque, aunque la hubiera, falta *sin duda* la "eadem ratio" al no correr riesgo alguno el principio financiero; y falta *probablemente* la "eadem ratio" en lo que hace al principio corporativo.

C) Porque, aun cuando así no fuere, *sin duda* una norma prohibitiva no puede ser objeto de interpretación extensiva o analógica; si la norma se revela defectuosa o de fácil sorteo, quien debe poner remedio es el propio legislador.

D) Porque, de nuevo y clarísimamente, *sin duda* la tal operación está vedada a la Administración por razones de principio.

La conclusión así obtenida permitiría ya responder —negativamente— a la consulta que me ha sido hecha, exonerándome de tener que

entrar en el régimen competencial sustantivo de la Comisión Nacional de Valores.

Ello no obstante, y a efectos de agotar el análisis, supongamos —*qratia argüendi*— que sí que fuera posible, en el caso, la aplicación analógica del régimen prohibitivo de los artículos 43 a 47 de la Ley del Mercado de Valores. Pues bien: en tal supuesto, el acto de 26 de octubre de 1990 estaría asimismo viciado de incompetencia.

VI. La competencia sustantiva de la Comisión Nacional de Valores: su carencia

Y es que, principio de legalidad en mano, hemos de buscar la base normativa para haberse dictado una Resolución como la de 26 de octubre de 1990 (y la que la subsigue por consecuencia).

Base textual, literal, explícita y clara no existe. Dicho sea ya desde el inicio.

Está, sí, el artículo 10, ordinal 12°, de la Ley del Mercado de Capitales. Las famosas "medidas necesarias". Ese precepto, por lo que ya sabemos, debe entenderse, en buena lógica jurídica, como expresivo de los fines que deben gobernar la actuación de la Comisión Nacional de Valores más que como atributivo de potestades sustantivas. Pero supongamos que eso tampoco es así y que estamos ante una cláusula competencial genérica.

En tal caso, según también nos consta, este "parágrafo de goma" no puede entenderse como una auténtica norma en blanco, de "plenos poderes", hábil para invertir los equilibrios constitucionales y rasguñar, cuando no torcer, el entero orden de fuentes jurídicas. Es —en fin— una norma que, como cualquier otra, debe entenderse dentro de la Constitución y del sistema normativo venezolano todo.

Esa potestad de resguardar los intereses de los inversionistas ¿puede interpretarse en un sentido económico? ¿Qué significa ese método?

Debemos hacernos la pregunta porque, en la motivación del acto administrativo, parece existir alguna confusión, al asimilarse virtualmente la interpretación extensiva o analógica de las normas con la económica, cuando en realidad son cosas no ya parecidas ni contrarias sino pura y simplemente distintas y que actúan en un diferente plano.

Este método económico tiene un importante predicamento en el mundo jurídico dentro de lo que podemos llamar "relaciones horizontales", sea entre particulares, sea entre poderes públicos. Para lo primero, y en relación con el llamado "método de la economía", como forma de analizar el Derecho mercantil, bastará aludir, en la doctrina española, a JOSÉ MARIA GONDRA ROMERO, "Del derecho de la economía a la economía de derecho (viejas y nuevas perspectivas de colaboración interdisciplinar entre las ciencias económicas y jurídicas)", en el volumen "Ensayos de Economía", Bilbao, 1981.

En punto a lo segundo —relaciones entre poderes públicos— se quiere aludir con ello, sobre todo, a la conocida jurisprudencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos de América sobre la cláusula de comercio como criterio de delimitación de competencias entre la Federación y los Estados miembros. Es sabido que, frente a un criterio literal que hubiera exigido diseccionar cada transacción mercantil y su ámbito geográfico estricto, el Tribunal Supremo ha optado por una visión menos literal y más orgánica e institucionalmente del comercio y de la economía, siempre en orden a una centralización de los poderes políticos.

Con ese origen, el fenómeno ha sido estudiado por expertos de todos los países y, en definitiva, se trata de un patrón de juicio que emplean hoy prácticamente todos los Tribunales Constitucionales de los Estados compuestos, sean estrictamente federales o no. Así, B. SCHWARTZ, "A Commentary of the Constitution of the United States", I, 1, New York, 1963. En la doctrina alemana, MARTIN KRIELE, "Theorie der Rechtsgewinnung"; y EMKE, "Wirtschaft und Verfassung". O, en España aunque acerca de Estados Unidos, IGNACIO BORRAJO, "Federalismo y unidad económica", Madrid 1986.

Yo mismo, hablando sobre el Estado y las Comunidades Autónomas en España, he dicho que, a la hora de la distribución de las competencias sobre los distintos sectores económicos, lo decisivo no está en parámetros formales sino "en la realidad de las cosas" ("La distribución de competencias económicas entre el Estado y las Comunidades Autónomas", Madrid, 1989; más específicamente sobre el tema que ahora nos concierne, en el ya citado "Derecho público del mercado de valores"; pág. 74 a 83).

Cosa distinta de todo ello es cuanto tiene que ver con las relaciones "verticales", esto es, las que ligan al poder político con los ciudadanos y a la recíproca. Allí, y al margen de las singularidades del Derecho tributario y fiscal, las garantías jurídico-formales representan conquistas históricas irrenunciables. La irrupción en este mundo del Derecho Administrativo de los criterios económicos y su primacía sobre los jurídicos (y en contra de ellos) es una estridencia ordinamental que, cuando se realiza, cobra un altísimo precio.

Recordemos nuestro gomoso artículo 10, ordinal 12°, de la Ley de Venezuela, y situémoslo en su contexto constitucional (esto es, despojémoslo de su apariencia de dictadura legal). Pensemos, en concreto, que estamos en el ámbito de la actuación administrativa, que debe respetar los campos de acción de los poderes legislativo y judicial. Pues bien:

* La resolución de la Comisión Nacional de Valores de 26 de octubre de 1990 es materialmente un acto de naturaleza normativa: más todavía, es una Ley virtual, sólo que una Ley de caso único, con nombres y apellidos. "Dicta" un determinado régimen jurídico para supuestos no previstos en las definiciones legales; contiene, si se quiere así, una "asimilación" que sólo el legislador puede hacer y, además, con carácter general. Por supuesto que la visión mecánica y automática de la tarea administrativa de aplicar las leyes no es hoy sostenible, y que en ella hay elementos creativos evidentes. Pero eso, con toda su imprecisión, no autoriza a poner en plano de paridad al legislador y a la Administración, dando a ésta el poder de asimilar una determinada situación a otra —distinta— contemplada y disciplinada por el legislador. Es un ejemplo de libro de desbordamiento de límites de las fronteras entre los distintos campos de los poderes constitucionales, y todo al margen e independientemente del empleo —en sí no incorrecto— de técnicas analógicas allí donde no estemos ante normas prohibitivas. Las propias palabras de la Resolución son expresivas: "Considerar a las acciones (...) como acciones en tesorería". Considerar como si lo fueran, porque (ello está implícito) legalmente no lo son.

Por otra parte, es notorio que la Comisión Nacional de Valores tiene, dentro de ciertos límites, poder para dictar normas. Si aprobase una ampliando el alcance de las disposiciones sobre acciones en tesorería debería ser analizada en su competencia. Pero es claro que no es ese el caso ahora.

* La Resolución de la Comisión Nacional de Valores de 26 de octubre invade también las competencias judiciales. Es particularmente certero lo que dice en pág. 45 y 46 la demanda presentada ante la Corte Primera de lo Contencioso-Administrativo:

> "Lo que ha pretendido resolver la Comisión Nacional de Valores es la titularidad de la propiedad de unas acciones del Banco de Venezuela, SAICA, al desconocer la propiedad y derechos accionarios de nuestras representadas, y considerar que las acciones de su propiedad en el Banco de Venezuela, SAICA, son "acciones propias" o en tesorería de este último Banco.
> Se trata, por tanto, de una materia esencialmente de carácter civil (propiedad) y mercantil (derechos accionarios) cuya resolución está encomendada en nuestro país a los tribunales mercantiles a tenor de lo dispuesto en el artículo 80, aparte c) y 77 aparte c), de la Ley Orgánica del Poder Judicial y en el Código de Comercio".

Veamos este tema con algún cuidado.

En principio, la Administración está legitimada para definir e imponer su propio interés (el interés público); no para terciar entre derechos e intereses privados, tarea propia de terceros. Por eso suele decirse que cuando, por ejemplo, en España, un Ayuntamiento concede una licencia de construcción, lo hace *salvo iure tertii*, esto es, sin perjuicio de los derechos de terceros, acerca de los cuales la Administración no entra a conocer.

Esa visión clásica está también hoy sometida a alguna relativización. M. S. GIANNINI ha contado que el legislador, a veces, al atribuir potestades a la Administración, está elevando a la categoría de interés público el de un determinado grupo social más o menos difuso (los agricultores, los consumidores, etc.). Y JOSÉ RAMON PARADA ha teorizado, en términos que son conocidos, sobre la actividad arbitral de la Administración.

Lo que ocurre es que ese fenómeno, a su vez, tiene sus límites, todo lo imprecisos que se quiera en abstracto, pero que sin duda aquí han sido puestos en entredicho por la Comisión Nacional de Valores.

Ella, en la fundamentación de su resolución, habla de "normas de carácter público y social" en la pág. 19, en los siguientes términos:

> "En Venezuela no cabe duda alguna y así lo ha asentado la Sala Político Administrativa de la Corte Suprema de Justicia que las normas contenidas en la Ley de Mercado de Capitales son de carácter público y social que colocan las relaciones entre los particulares bajo una éjida y estimativa propia. Son en definitiva normas de derecho público que modifican los mecanismos clásicos del Derecho mercantil y cuya efectividad (no) debe quedar al amparo de mecanismos de orden privado destinados a despojarlas de su contenido regulatorio. Lo contrario sería desnaturalizar la esencia de orden público de las normas de la Ley de Mercado de Capitales y los planes y propósitos de la respectiva legislación. Si la efectiva vigilancia de la Ley de Mercado de Capitales se dejara abandonada a la iniciativa de los particulares carecería de todo sentido la creación y actuación de este Organismo administrativo que tiene como mandato legal (Ley de Mercado de Capitales, artículo 2), tutelar los intereses públicos involucrados y presentes en la buena marcha del mercado".

Por supuesto que en estas palabras hay mucho de cierto (son incluso, obviedades) y que, dado que la protección del inversor es un fin de la Administración, el deslinde de sus poderes con aquéllo que el interesado debe preservar por sí no es fácil. Pero en el párrafo transcrito no todo es igual de claro y —desde luego— nada se sigue de él que justifique la competencia de la Comisión Nacional de Valores en el caso.

Para empezar, leídas esas palabras, parece que lo que habría de sobrar son los jueces y tribunales civiles y mercantiles. Algo sin duda no querido por la propia Comisión y, desde luego, constitucionalmente inviable.

Y es que la autoridad administrativa aquí no está para interferirse en el mercado y limitarlo —como ocurre tantas otras veces— sino justo lo contrario: para erradicar los gérmenes que se desarrollan en él e impiden su plenitud libre. La Comisión Nacional de Valores no está en efecto para limitar el mercado (con sus alzas y sus bajas, sus riesgos y sus venturas, sus contiendas entre particulares y su resolución oportuna por los jueces) sino para hacerlo viable. Por eso no termina de verse qué se quiere decir al indicar que estamos ante "normas (...) de carácter público y social". En la medida en que emanan de un poder público legítimo y se dirigen a la sociedad, todas las normas jurídicas merecerían esos calificativos. Y si nos ceñimos al campo del Derecho Público y Administrativo, con mucho más motivo, sin que ello sirva para justificar competencias absolutas y universales de cualquier órgano.

No es fácil ver, en efecto, qué alcance pretende darse —y con qué consecuencias— a esos calificativos ("público y social"). Y es que —y aquí está el argumento definitivo— cuando la Comisión Nacional de Valores habla de "acciones (...) poseídas en propiedad, *al menos formalmente*, por las empresas ...", está olvidando que no hay propiedades "formales" y "materiales": o se es propietario de una cosa o no se es, de forma que no ha lugar a manipulación al respecto ni mucho menos a atribuciones domínicales realizadas por un órgano de la Administración. Y si lo que quiere es decir que las sociedades titulares de las acciones actuaban en nombre propio, pero por cuenta del Banco de Venezuela, está entrando en calificar negocios jurídicos privados, lo que, sin duda, no puede hacer.

Así pues, aun considerando que el artículo 10, ordinal 12°, de la Ley de Mercado de Capitales sea atributivo de competencias, resulta evidente que esa cláusula no puede incluirlo todo. Y sin que sea fácil (ni, ahora, obligado) determinar en abstracto y para siempre el alcance de la cláusula, lo cierto es que la misma no llega para hacer lo que hizo la Comisión Nacional de Valores de Venezuela en su Resolución de 26 de octubre de 1990; ni, por tanto, en la de 31 de octubre.

Por todo lo dicho, creo poder formular, en respuesta a la consulta que me ha sido hecha, la siguiente

Conclusión

La Comisión Nacional de Valores de Venezuela carece de competencia para dictar la Resolución de 26 de octubre de 1990, número 284-90; y, por conexión o consecuencia, las de 31 de octubre.

Tal es mi Dictamen, que como siempre someto a cualquier otro mejor fundado en Derecho y doy y firmo en Madrid a lunes 23 de noviembre de 1992

Antonio Jiménez Blanco

José Guillermo Andueza A.

Profesor de Derecho Constitucional de la
Universidad Central de Venezuela
Profesor de Derecho Constitucional y de Instituciones Políticas
de la Universidad Católica "Andrés Bello"
Caracas, Venezuela

La Comisión Nacional de Valores y las acciones en tesorería

Sumario: 1. *La Comisión Nacional de Valores.* 2. *Las acciones en Tesorería.* 3. *La Resolución N° 284-90 de la Comisión Nacional de Valores.* 4. *Los grupos de denominación o de subordinación.* 5. *Motivos de la nulidad de la Resolución de la Comisión Nacional de Valores.*

1. *La Comisión Nacional de Valores*

1.1. La Comisión Nacional de Valores (en lo sucesivo la CNV) es una dependencia administrativa adscrita al Ministerio de Hacienda, que tiene por objeto "regular, vigilar y fiscalizar el mercado de capitales", como lo dispone el artículo 2° de la Ley de Mercado de Capitales (en lo sucesivo LMC), así como controlar la oferta pública de acciones y demás títulos valores (artículo 18 de LMC) y las sociedades anónimas inscritas de capital abierto, las sociedades anónimas de capital autorizado, los fondos mutuales de inversión y sus sociedades administradoras, los corredores públicos de títulos valores, otros intermediarios y asesores, las bolsas de valores, los agentes de traspasos, las asociaciones de inversionistas y las personas naturales o jurídicas que hagan o que en cualquier forma intervengan en la oferta pública de títulos u otros derechos (artículo 49 de la LMC). La CVN es, pues, un organismo administrativo creado para regular, vigilar y fiscalizar el mercado de capitales y para controlar la constitución, funcionamiento y disolución de las sociedades e institutos determinados en el artículo 49 de la LMC.

1.2. Debido a que el interés público reclama una regulación jurídica que reglamente el comportamiento de adquirientes y emisores de títulos valores en un mercado transparente y la protección de los intereses generales de los inversionistas, el legislador se vió en la necesidad de crear un mecanismo permanente de control que pudiese satisfacer esas necesidades de interés público. Ese mecanismo es la

CNV. A este organismo contralor no están sometidas todas las operaciones de compra-venta de acciones y demás títulos valores sino únicamente la oferta pública de ellos. Tampoco están sometidas a su control todas las sociedades mercantiles sino aquéllas que están determinadas en el artículo 49 de la LMC. El Legislador escogió esas sociedades y esos títulos valores porque juzgó que, por su naturaleza y por su participación en el mercado de capitales, debían estar sometidas a este control.

1.3. La circunstancia de que el legislador haya sometido al control de la CNV las ofertas públicas de títulos valores y las sociedades e institutos determinados en el artículo 49 de la LCM no significa que esos títulos, sociedades e institutos dejen de estar regulados por el derecho común y pierdan su carácter de personas jurídicas privadas. Ese sometimiento a un control de derecho público lo que significa es que esas sociedades e institutos, por las tareas que cumplen en el mercado de valores, están calificadas como sociedades e institutos de interés público y, como tales, tienen ciertas limitaciones y ciertas ventajas, como los incentivos fiscales, que no tienen las que están sometidas exclusivamente al Código de Comercio y, en General, al derecho común. Esta penetración del derecho público en el derecho privado es lo que denomina "publicación", que es un neologismo que describe este nuevo fenómeno jurídico.

1.4. Esta dualidad de régimen jurídico al que están sometidas las sociedades e institutos previstos en el artículo 49 de la LMC es la que explica también el sistema sancionador a que están sometidos. En el derecho común, las violaciones al ordenamiento jurídico están sancionadas con las penas previstas en ese derecho, como puede ser una condena judicial de daños y perjuicios o la declaratoria judicial de nulidad del acto ilegal. En el derecho común, sólo las partes o los interesados pueden acudir a los organismos jurisdiccionales para obtener una sentencia declarativa, constitutiva o de condena. En cambio, cuando una sociedad está sometida tanto al derecho común como al derecho público, el sistema sancionador se enriquece porque los interesados en combatir las ilegalidades tienen abiertas todas las posibilidades que les ofrece el derecho común y, además, porque el organismo de control, para poder ejercer sus funciones de vigilancia y fiscalización, tiene que ejercer su potestad sancionadora que le da la ley para castigar a los infractores.

1.5. La CNV, en el ejercicio de la potestad sancionadora, está sometida con toda autoridad administrativa, al principio de legalidad. En esta materia, la legalidad de las sanciones se extiende al examen de los hechos que tipifican la falta y así como a las sanciones a imponer, a la competencia y al procedimiento seguido. Las sanciones tienen que estar limitativamente previstas en la ley y la autoridad administrativa no puede por ningún respecto aplicar una sanción no autorizada por la ley. En cambio, la doctrina administrativa no aplica el mismo rigor para apreciar los hechos que justifican la sanción. Por lo general, la ley cuando establece una sanción administrativa no procede de la misma manera que cuando define un delito penal. En el derecho penal se aplica el principio de *nullum crimen, nulla pena* y en el derecho administrativo, aún cuando se aplica el mismo principio de legalidad, sin embargo, la definición de las faltas suele hacerse en forma general, como cuando dice que toda violación a la ley está sancionada con tal o cual sanción o cuando describe los hechos sancionables en forma muy imprecisa o vaga. Por ejemplo, el numeral 10 del artículo 10 de la LMC faculta a la CNV para que suspenda o cancele *por causa debidamente justificada* y mediante resolución motivada la autorización otorgada para hacer oferta pública de acciones y de otros títulos valores (el destacado es mío). El motivo para imponer la sanción de suspensión o cancelación de una oferta pública es sumamente general, lo que le da a la CNV un poder discrecional muy grande. Pero este poder puede ser controlado por la jurisdicción contencioso administrativa en cuanto a la proporcionalidad y adecuación con el supuesto de hecho y con los fines de la norma, como lo dispone el artículo 12 de la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos.

1.6. La LMC faculta la CNV para imponer las siguientes sanciones: a) La suspensión de la autorización que se hubiere otorgado para hacer oferta pública de acciones y de otros títulos valores o para la actuación de corredores públicos (numerales 10 y 17 del artículo 10 de la LMC); b) La cancelación de la autorización que se hubiere otorgado para hacer oferta pública de acciones y de otros títulos valores y de la inscripción de una sociedad de Registro Nacional de Valores o de un corredor público en el registro de los mismos (numerales 10, 11 y 17 del artículo 10 de la LMC); c) La revocación de la autorización concedida a un corredor público; d) La nulidad de la venta de acciones propias de

la sociedad hecha en contravención a lo dispuesto en el artículo 43 de la LMC; y e) Las multas previstas en las secciones primera y segunda del capítulo I título VII de la LMC.

1.7. Atención especial merece la sanción de nulidad. Dentro de una concepción *iusprivatista* del derecho societario, la nulidad no puede declararla sino los tribunales de justicia a petición de cualquier interesado. En cambio, dentro de una concepción *iuspublicista*, la nulidad, como sanción administrativa, puede ser impuesta a un particular por una autoridad administrativa siempre que esa sanción esté autorizada por la Ley. Las sanciones administrativas, a diferencia de las sanciones disciplinarias, se pueden aplicar a cualquier particular. En cambio las disciplinas sólo pueden aplicarse a los funcionarios o empleados públicos. Lo único que se exige para la procedencia de la nulidad como sanción administrativa es que la ley la prevea. Las sociedades cuyos títulos valores estén adscritos en el Registro Nacional de Valores no pueden adquirir a título oneroso sus propias acciones si no cumplen las condiciones exigidas por el artículo 43 de la LMC. No obstante esta prohibición legal, la LMC no otorgó a la CNV poderes de control previo, como hubiera podido ser la autorización para adquirir esas acciones. Esta circunstancia puede justificar la nulidad como sanción administrativa. Ella vendría a ser una suerte de control a posteriori porque la CNV sólo actuará después que la negociación se haya efectuado. Por otra parte, la violación a esa norma afecta no solamente a los accionistas, a la sociedad misma y a los acreedores sino también el interés público que, en los casos relativos al mercado de capitales, está representado por la CNV. En el proceso administrativo, la administración pública actúa como juez y parte. Como juez aprecia si la actuación del particular se ajusta al interés público o a la ley y como parte tiene el deber de defender y de cuidar que ese interés público se cumpla. Si después que la sociedad haya adquirido sus propias acciones con violencia de las condiciones exigidas por el artículo 43 de la LMC, la CNV observa la infracción, ella no puede limitarse a pedir ante los tribunales de justicia que se declare la nulidad de esa operación porque eso significaría colocar los intereses particulares por encima de los públicos. En estos casos la CNV tiene que actuar rápidamente para salvaguardar los intereses públicos infringidos por la adquisición ilegal de acciones. Contra la decisión de la CNV, la sociedad, los accionistas o los acreedores que se consideren afectados en

sus derechos e intereses pueden solicitar su reconsideración o acudir a la jurisdicción contenciosa administrativa. Cuando la ley atribuye a una autoridad administrativa alguna función hay que entender que, junto con esa función, la norma legal le confiere también todos los medios necesarios para que pueda cumplir con ella.

2. *Las acciones en tesorería*

2.1. La expresión acciones en tesorería la utiliza la LMC en el capítulo III título II y fue tomada del derecho anglosajón (treasury shares). Con esta nueva terminología se abandonó la tradicional denominación empleada por el derecho mercantil de los países de origen latino de acciones propias de la sociedad. Con este cambio de denominación no se alteró en nada el concepto. Se denominan acciones en tesorería aquéllas que fueron adquiridas por la misma sociedad emitente previo el cumplimiento de ciertas condiciones exigidas por la ley. De acuerdo con esta definición, las acciones en tesorería se caracterizan por lo siguiente: a) Deben ser acciones emitidas por la propia sociedad que las adquiere porque si la negociación recae sobre acciones de otra sociedad la figura jurídica es distinta. En este último caso se trata de una inversión que una sociedad hace en títulos valores de otra; b) La adquisición de las acciones en tesorería tiene que hacerse de las que están en poder de los accionistas porque si se trata de acciones emitidas, pero no colocadas y retenidas por la sociedad se denominan acciones en cartera. Sin embargo, Manuel Acedo Mendoza y Luisa Teresa Acedo de Lepervanche las denominan acciones de tesorería. "Algunas legislaciones dicen estos autores no exigen que el capital esté totalmente suscrito y permiten a la compañía después de constituida, mantener en su poder parte de las acciones, "acciones de tesorería", para su colocación ulterior en el público" (La Sociedad Anónima, Ediciones Schnell C.A., Caracas 1985, pág. 237); c) Esas acciones deben ser títulos valores inscritos en el Registro Nacional de Valores. Si no están inscritas en ese registro, la operación se rige por el Código de Comercio y no por la LMC.

2.2. La prohibición a las sociedades de adquirir a título oneroso sus propias acciones fue recogida, por primera vez, en la Ley Alemana de Sociedades de 1870. El rigor de esta prohibición fue luego atenuado por legislaciones posteriores, como el Código de Comercio Italiano de

1982, de donde la tomó el Código de Comercio Venezolano. En los artículos 43 y 45 de la LMC se han previsto dos hipótesis distintas para que la sociedad pueda adquirir sus propias acciones. En la prevista en el artículo 43 se autoriza a la sociedad para que emplee las utilidades no distribuidas o sumas provenientes de apartados de utilidades no afectadas por los estatutos o por la ley para fines específicos para adquirir acciones emitidas por la sociedad. En esta hipótesis, la adquisición de las acciones de tesorería sólo puede hacerse previo cumplimiento de las condiciones exigidas por el artículo 43 de la LMC. Por este procedimiento de adquisición de acciones propias no se produce reducción del capital de la sociedad porque para el pago de las acciones se emplean fondos libres, como lo son los señalados en el ordinal 2° del artículo 43 de la LMC, los que, por definición, no están destinados a cubrir el capital social. Esta adquisición con cargo a esos fondos no constituye un pago de dividendos. Con este procedimiento no existe la posibilidad de ocasionar perjuicios a los acreedores de la sociedad porque el capital permanecerá inmutado. Las acciones en tesorería, mientras pertenezcan a la sociedad, no participan en la distribución de utilidades ni en el reparto del patrimonio resultante de la liquidación y los derechos inherentes a ellas quedan en suspenso, como el derecho a votar o a concurrir a la formación del quórum de las asambleas de accionistas (artículo 47 de la LMC). En la hipótesis prevista en el artículo 45 de la LMC, se autoriza a la sociedad para que rescate sus propias acciones y las anule inmediatamente. Para hacer este rescate, la sociedad está exenta de las limitaciones que la LMC establece en el artículo 43 para la adquisición de acciones sin anulación, pero debe cumplir con las condiciones exigidas por el artículo 45. En esta segunda hipótesis el rescate de acciones se hace con la finalidad de reducir el capital y con cargo a él. Cuando el capital exceda a las necesidades de funcionamiento de la sociedad, la asamblea de accionistas puede acordar una reducción del capital. Esta reducción produce una liberación de fondos en el activo, que son los que sirven a la sociedad para pagar las acciones que se rescatan. Este mecanismo no puede utilizarse cuando la reducción de capital se produzca como consecuencia de alguna de las disminuciones de capital previstas en el artículo 264 del Código de Comercio. En estos casos lo que procede es el reintegro, por parte de los accionistas, del monto en que el capital quedó disminuido o la liquidación de la sociedad.

Este segundo procedimiento que implica una reducción de capital puede afectar los intereses de los acreedores de la sociedad, ya que con esa reducción ven disminuida la prenda común.

3. *La Resolución Nº 284-90 de la Comisión Nacional de Valores*

3.1. El concepto de acciones en tesorería o de acciones propias de la sociedad es un concepto que está perfectamente definido en todas las legislaciones. Ellas son las acciones propias que son adquiridas por la ley para levantar la prohibición general de que las sociedades no pueden adquirir las acciones emitidas por ellas. No obstante la claridad y precisión del concepto de acciones en tesorería, la CNV, en resolución Nº 284-90, de fecha 26 de octubre de 1990, considero que las acciones del BANCO DE VENEZUELA, SAICA, "poseídas en propiedad, la menor formalmente, por la empresa Valores Banvenez, S.A., como acciones en tesorería de dicho instituto de crédito, a los efectos de la prohibición de formar parte del quórum en las asambleas de accionistas de dicha institución bancaria y a la votación en las mismas asambleas, a tenor de lo dispuesto en el artículo 47 de la LMC".

3.2. La CNV, para llegar a la decisión de equiparar la adquisición que haga una sociedad de sus propias acciones con la adquisición que haga una empresa filial de acciones de la empresa matriz, se basa en las siguientes consideraciones:

a) Que entre el BANCO DE VENEZUELA S.A.I.C.A. y las sociedades señaladas en la resolución "existen una vinculación económica y una unidad de propósito y de dirección que permite su inclusión dentro de un mismo grupo aunque sea formal y aparentemente independientes sin que en el caso concreto el hecho de tener diferentes personalidades jurídicas supongan una diferenciación o una independencia de objetivos y propósitos lo cual justifican plenamente una imputación directa al Banco de Venezuela SAICA de las respectivas adquisiciones de acciones a los fines de la prohibición de formar parte del quórum en las asambleas de accionistas de dicha institución bancaria y a la votación en las mismas asambleas, a tenor de lo dispuesto en el artículo 47 de la Ley de Mercado de Capitales, máxime si se tiene en cuenta que las respectivas adquisiciones fueron hechas como es público y notorio con la anuencia del propio banco".

b) Que resulta evidente "que el artículo 43 de la LMC tiende a prevenir o evitar que empresas sujetas a dicha ley y al control de esta Comisión puedan, por medios indirectos, pero absolutamente eficaces, desvirtuar una prohibición (la de adquirir acciones propias) que prácticamente no se da en realidad en la forma evidente de la adquisición directa".

c) Que "no le es dable a los administradores de una sociedad *anónima inscrita de capital* abierto (SAICA), crear o controlar estructuras accionarias dependientes o controladas directa o indirectamente por la sociedad que administra con el objeto, deliberado o no, de adquirir acciones de esta última, ya que esa hipótesis debe considerarse sometida al principio general de prohibición establecido en el artículo 43 de la LMC y en consecuencia a la prohibición de formar parte del quórum en las asambleas de accionistas y en la votación en las mismas asambleas establecido en el artículo 47 ejusdem, con el objeto de asegurar el mantenimiento de las reglas de la formulación de la voluntad social. De lo contrario, habría que admitir que la ley ha consagrado un principio inútil".

d) Que la Corte Suprema de Justicia, en sala Político-Administrativa, en sentencia de fecha 8 de agosto de 1978, en el caso de la firma Protinal C.A., "admitió la interpretación extensiva de una norma prohibitiva con el fin de impedir la vulneración de un principio claramente definido por la ley".

e) Que es "un hecho generalmente admitido que la adquisición de acciones propias es una situación particularmente inclinada a favorecer manipulaciones en las cotizaciones bursátiles en provecho propio o de terceros. La propia LMC se ha encargado de proscribir prácticas que conducen a ese resultado (LMC art. 111). Pues bien, ante la adquisición de acciones propias se pueden provocar compras o incrementar con una demanda competidora los precios de las acciones de que se trate con lo cual se logran cotizaciones o se incrementan artificialmente las que se habrían formado sin la concurrencia de estas adquisiciones. Pues bien, dentro del contexto de un mercado ordenado esta inclinación hacia el "agio" es, en criterio de este organismo, una de las razones decisivas que fundamentan la implantación de un principio general de razones decisivas que fundamentan la implantación de un principio general de prohibición general de la adquisición de acciones propias en la LMC".

f) Que "no sólo son razones fundamentales en la integridad del capital social y en su función de garantía frente a los terceros acreedores las que están en la base de la prohibición contenida en los artículos 43 y siguientes de la LMC".

g) Que "en un mercado de capitales la adquisición de acciones propias es por regla general evidentemente dañina y constituiría una maniobra especulativa lesiva de intereses públicos dignos de la mayor protección"; que "lesionaría además los intereses de las personas que pretenden adquirir y efectivamente adquieren los títulos en cuestión para las que la adquisición de acciones propias no permitiría reflejar el verdadero valor de las acciones y la situación real de la entidad emisora"; que "la utilización de acciones propias compromete por regla general el interés público del mantenimiento de mercado ordenado, la probidad en el mercado bursátil y defrauda ilícitamente la confianza del público en que las ofertas de acciones que se produzcan en el mercado no han sido efectuadas por la propia sociedad, sino por otros sujetos no vinculados a ella".

3.3. La argumentación dada por la CNV es idéntica a la que se dio el año 1870 cuando en la Ley Alemana de Sociedades de ese mismo año se prohibió, de manera absoluta, a las sociedades adquirir sus propias acciones. Las razones para esa prohibición fueron tres: a) Defender a los acreedores sociales que pueden resultar perjudicados en las adquisiciones realizadas con cargo al capital; b) Defender a los accionistas contra posibles abusos de los administradores que podrían crearse clientelas favorables en las juntas generales con los votos correspondientes a las acciones adquiridas por la sociedad; y c) Evitar que las sociedades puedan lanzarse a especular sobre sus propios títulos, influyendo artificialmente en la cotización de los mismos" (Uría, Rodrigo, Adquisición de acciones propias por la sociedad, en Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas, tomo I, Imp. Samarán, Madrid, 1953, pág. 480). Cuando se lee la fundamentación dada por la CNV pareciera que la LMC hubiera establecido a las sociedades la prohibición absoluta de adquirir sus propias acciones y, sin embargo, no es así. Los peligros señalados por la CNV no pueden producirse porque la propia ley ha adoptado algunas soluciones que tratan de evitarlos. Si con esas medidas todavía es posible que esos efectos negativos se produzcan, el legislador deberá reformar la ley y adoptar los correctivos necesarios.

3.4. ¿Cómo quiso evitar la LMC los peligros señalados en la resolución de la CNV?. El peligro de que los acreedores sociales puedan resultar perjudicados por las adquisiciones hechas con cargo al capital de la sociedad se evita con la distinción hecha en la LMC entre las acciones adquiridas con cargo a utilidades no distribuidas o de fondos provenientes de apartados de utilidades no afectados y las adquiridas para amortizarlas y reducir el capital. En el primer caso el capital social resulta inmutado porque la compra de acciones se hace con cargo a fondos libres, los que, por definición de las acciones se hace con cargo al capital, lo que implica una reducción del mismo. Pero esta reducción se debe hacer previo el cumplimiento de las formalidades legales que garantizan los derechos de los acreedores sociales. No existe, pues, el peligro denunciado. El segundo peligro es el del posible abuso de los administradores quienes con el voto de las acciones adquiridas por la sociedad podrían perjudicar a los accionistas. Este peligro, se evita, cuando las acciones se adquieren con fondos libres, privando a esas acciones del derecho de voto y de concurrir a la formación del quórum en las asambleas de accionistas. Y cuando se adquieren para reducir el capital, se evita con la subsiguiente anulación de los títulos. Y, por último, el peligro de que la sociedad pueda lanzarse a especular con sus propios títulos se evita, si las acciones se adquirieron con fondos libres, con la norma que exige que esas acciones se deben vender "a través de una bolsa de valores y previo ofrecimiento público a los accionistas de la empresa, cuando así lo estimen conveniente, todas o parte de las acciones de la sociedad que pertenezcan a ella misma. Para disponer de dichas acciones en cualquier otra forma —dice el artículo 48 de la LMC— deberán obtener la autorización expresa de la asamblea de accionistas". Y en el caso de las adquisiciones hechas para amortizar las acciones, el peligro se evita con la anulación de los títulos. "Evitados así esos peligros ya no hay inconvenientes en que la sociedad pueda adquirir sus propias acciones por título oneroso", como concluye Rodrigo Uría (ibídem, pág. 481). Como esos peligros fueron evitados, en criterio del legislador venezolano, la LMC permitió a las sociedades adquirir sus propias acciones previo el cumplimiento de las formalidades exigidas por los artículo 43 y 45 de la misma.

3.5. La adquisición de acciones en tesorería está revestida en el derecho venezolano de importantes seguridades para evitar los peligros

antes señalados. Decir —como lo hace la resolución de la CNV— que "en un mercado de capitales la adquisición de acciones propias es por regla general evidentemente dañina y constituiría una maniobra especulativa lesiva de intereses públicos dignos de la mayor protección" es, por lo menos, una exageración y, además, un desconocimiento de los fines que tienen las acciones en tesorería en el derecho venezolano. Toda norma jurídica tiene una finalidad de alcanzar. Si la autoridad administrativa se aparta de este fin incurre en ilegalidad. También incurre en ilegalidad cuando se le atribuye a la norma una finalidad que no tiene. Y este es el caso. La CNV le atribuye a la adquisición de acciones propias unos efectos nocivos que no se los da ley, la que, por el contrario, autoriza a las sociedades para que las adquieran previo el cumplimiento de ciertas condiciones que son las que, en criterio del legislador, evitan los peligros que tiene la adquisición libre de esas acciones. La resolución de la CNV tiene, pues, un vicio en cuanto al fin.

4. *Los grupos de denominación o de subordinación*

4.1. La resolución de la CNV se fundamenta también en el concepto de grupo de denominación o de subordinación. Dice la resolución que "tolerar las adquisiciones de acciones propias mediante la utilización con estos fines, de empresas con personalidad jurídica propia pero íntimamente relacionadas entre si por vínculos de coordinación o colaboración o por una unidad de dirección y una afinidad común, es decir, cuando las mimas integran una unidad económica harían negatoria la prohibición y frustraría los planes y propósitos del ordenamiento regulador del mercado de capitales".

4.2. En la economía de hoy, la organización y funcionamiento de las sociedades anónimas como entidades independientes ha perdido interés. Ahora la figura central es el grupo económico formado por varias sociedades que se fusionan o que armonizan sus actividades y sometidas muchas veces, a una dirección unificada por parte de la casa matriz. Entre esas sociedades se crean vínculos de subordinación o de colaboración, con lo cual se forman verdaderas familias de personas jurídicas. Este fenómeno grupal, no obstante la importancia que tiene en la economía contemporánea y los peligros que ofrece su falta de reglamentación, no está regulado ni en el Código de Comercio ni en la

LMC. Un embrión muy limitado sobre esta materia se halla en el artículo 121 de la LMC. Esta norma dice que "Si para la evaluación de la información suministrada por una sociedad, la CNV estimase necesario analizar los estados financieros de otra, no sometida a su control y en la cual aquella o sus administradores y principales accionistas, tengan interés determinante o viceversa podrá ordenas visitas de inspección en los libros de ésta. En todo caso —concluye la norma—, la información recabada en estas visitas de inspección, será confidencial en los términos del artículo 17 de la presente Ley". Esta incipiente regulación omite conceptos fundamentales, como son los de sociedades vinculadas, subordinadas, filiales y subsidiarias, y no contiene respuestas a los graves problemas que crean los grupos económicos frente a los acreedores, los accionistas minoritarios y la libre competencia. Posiblemente para suplir esa omisión legal, la CNV dictó las Normas relativas a la oferta pública y colocación primaria de títulos valores y a la publicidad de las emisiones (Gaceta Oficial N° 31.205 de fecha 29 de marzo de 1977). Esta regulación fue hecha para reglamentarla información que las entidades correspondientes deben suministrar a la CNV para obtener la autorización de una oferta pública. Allí, en los numerales 12, 13, 14 y15 del artículo 1°, se define lo que se debe entender, a esos fines, por empresa matriz, empresa filial o subsidiaria, empresa afiliada y empresa asociada. Esta ausencia de regulación legal del fenómeno de los grupos económicos y su incidencia en el derecho de sociedades y, en general, en el proceso económico no puede ser suplida por la CNV mediante normas o interpretaciones porque ella afecta uno de los derechos fundamentales del hombre, como lo es la libertad económica consagrada en el artículo 96 de la Constitución. Sólo la ley puede establecer limitaciones a este derecho y, durante el estado de restricción de garantías, como el actual, la reglamentación que dicte el Ejecutivo Nacional.

4.3. No obstante estos claros principios, la CNV sostiene que "no es dable a los administradores de una sociedad anónima inscrita de capital abierto (SAICA), crear o controlar estructuras accionarias dependientes o controladas directa o indirectamente por la sociedad que administra con el objeto, deliberado o no, de adquirir acciones de esta última, ya que esa hipótesis debe considerarse sometida al principio general de prohibición establecido en el artículo 43 de la LMC y en

consecuencia a la prohibición de formar parte del quórum en las asambleas de accionistas y en la votación en las mismas asambleas establecido en el artículo 47 ejusdem, como el objeto de asegurar el mantenimiento de las reglas de la formulación de la voluntad social. De lo contrario habría que admitir que la ley ha consagrado un principio inútil". No hay que llegar a esta conclusión pesimista para encontrar soluciones jurídicas. El párrafo transcrito incurre en varios errores de derecho. En primer lugar ¿qué norma jurídica establece en Venezuela la prohibición de "crear o controlar estructuras accionarias dependientes o controladas?. No existe ninguna y la CNV no tiene facultades para crearla. En segundo lugar ¿qué principio de derecho autoriza a la CNV para considerar que ese control accionario de una sociedad sobre otra está comprendido en la prohibición general de que una sociedad no puede adquirir sus propias acciones?. Tampoco existe este principio. Un acto administrativo, como lo es la resolución de la CNV, sólo puede dictarse cuando el supuesto de hecho de la norma se cumple. El supuesto de hecho del artículo 43 de la LMC es que "las sociedades cuyos títulos valores estén inscritos en el Registro Nacional de Valores no podrán adquirir a título oneroso sus propias acciones", salvo que se cumplan las condiciones establecidas en esa disposición. Lo que prohibe esta norma es, pura y simplemente, que la sociedad no puede adquirir sus propias acciones, a menos que cumpla con las condiciones exigidas por la ley y, en ningún caso, prohibe que una sociedad pueda controlar a otra. Adquirir las propias acciones y controlar una sociedad son dos fenómenos económicos y jurídicos muy distintos que no pueden ser regulados por una misma normativa, como en efecto no lo están en aquellos países que regulan el fenómeno de los grupos y de la dominación de una sociedad sobre otras. Cuando la autoridad administrativa aplica una norma jurídica a un supuesto de hecho distinto al previsto en ella incurre en ilegalidad, como ha incurrido la CNV.

4.4. La resolución de la CNV, para hacer la equiparación entre la adquisición de acciones propias y la adquisición de acciones de la sociedad matriz por parte de una sociedad filial, dice haber empleado la técnica de la interpretación extensiva. Esta interpretación tiene por objeto descubrir el sentido jurídico que tiene una norma expresa y consiste en extender el texto legal a "situaciones que, contempladas a la luz del "sentido lingüístico natural", se encuentran claramente fuera de

su campo de referencia". Pero esta extensión sólo puede hacerse después de una valoración jurídica que llegue a la conclusión de "que la regla es una formulación parcial, una revelación incompleta y esporádica de un punto de vista más general" (Roos, Alff, sobre el derecho y la justicia, EUDEBA, Buenos Aires, 1963, pág. 144). Esto es, que una vez hecha la interpretación gramatical ordenada por el artículo 4° del Código Civil, se llega a la conclusión de que el hecho sobre el que versa la controversia no está comprendido en el presupuesto de hecho de la norma que se desea aplicar. No obstante, el intérprete considera que esta omisión fue debida a una redacción imperfecta o incompleta de la norma y de ello deduce que el hecho, objeto de la controversia, estuvo en la mente del legislador. Para poder aplicar esta técnica interpretativa es condición esencial que entre el caso que se pretende resolver y el presupuesto de hecho de la norma exista igualdad jurídica. Es decir, que en uno y otro caso la ratio iuris sea la misma. Esta técnica interpretativa "no es aplicable a las normas de derecho singular o excepcional, ni tampoco a aquellas que limitan el libre ejercicio de los derechos", como lo dice el Diccionario de Derecho Privado, Tomo II, Editorial Labor, S.A., Barcelona 1950, pág. 2378. En el derecho constitucional venezolano la reglamentación de los derechos y garantías constitucionales es materia de la reserva legal (numeral 24 del artículo 136) y rige el principio de la libertad que está recogido en la fórmula de que aquéllo que no está prohibido está permitido. La CNV hizo un uso errado de la técnica de esta interpretación porque entre el hecho objeto de la controversia y el hecho previsto en el presupuesto legal no existe igualdad. Lo que hizo la CNV fue crear una nueva con un supuesto de hecho también nuevo. Esa nueva norma es la siguiente: Se prohibe a las sociedades filiales adquirir acciones de la sociedad matriz o viceversa y si las adquiere esas acciones no podrán votar ni concurrir a la formación de quórum en las asambleas de accionistas. Esta prohibición constituye una restricción no autorizada por ley a derechos fundamentales del hombre como son el derecho de propiedad y la libertad económica. Prohibir la compra venta de títulos valores entre sociedades matrices y filiales es una restricción a los derechos que tiene todo accionista que sólo la puede establecer la ley o la pueden convenir los accionistas. En todo caso, el problema afecta derechos protegidos constitucionalmente y ante la duda o la incertidumbre en cuanto a la extensión, alcance o limitaciones de una norma se debe

aplicar el principio in dubio pro libértate. Por otra parte, si la interpretación extensiva consiste en ampliar el sentido literal de la ley a supuestos que se consideran que están comprendidos en su verdadero sentido, esa interpretación no fue la que hizo la CNV. Para el año de 1870, fecha en que la Ley Alemana de Sociedades estableció la prohibición de que las sociedades no podrían adquirir sus propias acciones, no había surgido el problema de los grupos económicos ni de la dominación de unas sociedades por otras. Este es un fenómeno propio de las economías post-industriales. Por tanto, el legislador alemán no pudo tener en cuenta ese fenómeno como tampoco lo tuvo el legislador venezolano del Código de Comercio y de la LMC de 1974. La única mención que trae la LMC en relación a ese fenómeno es la contenida en la norma que permite a la CNV recabar información a empresas filiales conforme a lo dispuesto en el artículo 121 de dicha ley. En consecuencia, la adquisición de acciones de una sociedad matriz o de una sociedad filial no son supuestos comprendidos en el artículo 43 de la LMC porque, entre otras cosas, regula situaciones distintas. Las acciones propias no participan en la distribución de utilidades, como lo establece el artículo 47 de la LMC. En cambio, las acciones que adquiera una sociedad matriz o una sociedad filial en la una o en la otra las hace como una inversión y, por tanto, para que devenguen dividendos. Además, la finalidad que se persigue con la adquisición de esas acciones es la de crear un grupo económico y establecer una dirección única, lo que no está prohibido por la ley y que la CNV, mediante una supuesta interpretación extensiva, no puede establecer.

4.5. La CNV declara en la referida resolución que entre el Banco de Venezuela SAICA y las empresas citadas en ella existen vinculaciones accionarias y de otra índole y que dicho instituto de crédito tuvo un carácter predominante en el proceso de creación o establecimiento de dichas empresas. ¿Qué norma legal faculta a la CNV para hacer esa calificación?. Ni de la competencia genérica establecida en el artículo 2° de la LMC ni de la competencia específica definida en el artículo 10 de la misma ley aparece atribuida esta competencia. De la única norma de la cual puede deducirse una regla de competencia es la previsto en el artículo 121 de la LMC. Pero en este caso la competencia tiene una finalidad muy concreta, como lo es la evaluación de la información suministrada por una sociedad, evaluación para la cual la CNV puede

necesitar un análisis de los estados financieros de otra sociedad no sometida a su control y en la cual tenga un interés determinante. Esta competencia específica para determinar si la sociedad que no está sometida al control de la CNV es o no una sociedad filial no puede ser extendida a otros casos porque sería utilizar una potestad legal con una finalidad distinta y esto es ilegal.

4.6. La resolución de la CNV omite analizar la prohibición consagrada en el numeral 4 del artículo 32 de la Ley General de Bancos y otros Institutos de Crédito que impide a los bancos comerciales "adquirir acciones en cantidad superior al veinte por ciento de su capital pagado y reservas o las de una compañía, por monto superior al diez por ciento del capital pagado de la misma o del quince por ciento de ese capital., cuando se trate de empresas bancarias, almacenes generales de depósito o de los institutos de crédito regidos por la presente ley. No podrán exceder de siete por ciento del capital pagado y reservas del propio banco, las inversiones que éste haga en acciones de una misma clase de empresas". Esta norma no prohibe que los bancos comerciales inviertan en otras empresas mediante la adquisición de acciones. Por el contrario, lo que hace es limitar esas inversiones. De acuerdo con esta disposición, los bancos comerciales no pueden ejercer un control interno o jurídico sobre otra sociedad porque esa norma, sólo en el caso de adquisición de acciones de institutos de crédito, permite adquirirlas hasta por un monto del quince por ciento del capital de esa sociedad. En otras sociedades sólo se admite la inversión hasta un diez por ciento del capital de estas empresas. No es posible, pues, que un banco comercial, como lo es el Banco de Venezuela, pueda ejercer el control accionario sobre otras sociedades. Sin embargo, la CNV, no obstante tan terminante disposición, afirma en la resolución Nº 284-90 que según los elementos de juicio antes enumerados (la interconexión de los miembros de las respectivas juntas directivas, su composición accionaria, la identidad de sus comisarios, la participación de los mismos profesionales en el proceso de formación de las respectivas sociedades, la admisión de los componentes del grupo que pertenecen al grupo financiero Banco de Venezuela, la inclusión en el Informe que presentó la Junta Directiva a la Asamblea de Accionistas del Banco de Venezuela correspondiente al primer semestre de 1990 de las empresas que se señalan en la resolución de la CNV, el uso del mismo logotipo del Banco de Venezuela por esas

empresas, la utilización de la misma dirección de las oficinas, la adquisición masiva y súbita hasta llegar a adquirir el 22.93% del capital social del Banco de Venezuela) "concurren a demostrar la existencia de claras vinculaciones entre las empresas citadas y el Banco de Venezuela SAICA, así como el carácter predominante del Banco en el proceso de creación o establecimiento de empresas". Para llegar a esta conclusión, la CNV utilizó algunos criterios que se emplean para determinar el control externo o económico. Este criterio no está admitido ni por el artículo 121 de la LMC, ni por el numeral 3 del artículo 32 de la Ley General de Bancos y otros institutos de Crédito, ni por las normas relativas a la oferta pública y colocación primaria de títulos valores y a la publicidad de las emisiones. En estos instrumentos el criterio empleado es el del control interno o jurídico, es decir, el control de la sociedad mediante la mayoría de votos en las asambleas de accionistas y en las juntas directivas. Existe, pues, una nueva legalidad.

4.7 Dice la resolución de la CNV que "en el estado actual de nuestra legislación sobre el mercado de capitales, son los accionistas los que en definitiva en su parecer mayoritario van a conformar la voluntad social a través de su participación en las asambleas de accionistas, esta democracia interna de empresa SAICA, es cierto, advierte esta Comisión, plantea agudos problemas como el de las minorías y su protección frente a las pretensiones no siempre conformes con el interés social y hasta, a veces, abusivas de las mayorías". La CVN plantea un problema que la LMC ha tratado de resolver en su título V relativo a la protección de los accionistas minoritarios. Sin embargo, el problema fundamental que plantea la gran sociedad anónima con centenares o miles de accionistas es el del peso que el accionista individual pueda tener en las decisiones sociales. En estos casos, el accionista pierde el *afectio societatis* y se convierte en un simple inversor cuyo único interés es obtener mayores dividendos por el capital invertido. Este cambio psicológico operado en el accionista ha producido su absentismo de las asambleas de accionistas y su despreocupación por la empresa. Para estimular la participación de los accionistas minoritarios, el artículo 123 de la LMC permite a éstos crear grupos que si reúnen por lo menos el veinte por ciento del capital suscrito de la sociedad tienen derecho a elegir al menos un miembro de la junta directiva. Esta norma no hace otra cosa que reconocer el valor que tienen las concentraciones de acciones

en las grandes sociedades anónimas. Esto es, que el accionista individual no tiene ninguna influencia en la organización. Por otra parte, el desinterés de los accionistas minoritarios en la empresa ha facilitado a las juntas directivas el dominio de las asambleas de accionistas. Mediante el mecanismo del otorgamiento de poderes a los miembros de la junta directiva, el accionista minoritario no hace otra cosa que expresar su confianza a los directores por los resultados obtenidos. Pero este voto de confianza permite a la junta directiva dominar la asamblea de accionistas cuando reúne el número de votos necesarios para alcanzar la mayoría. La gran sociedad anónima se halla, pues, bajo el dominio de los directores y de minorías que ejercen el control de ella. Según los defensores de las bondades de la oferta pública de los títulos valores, ésta es un instituto destinado a democratizar la sociedad y diseñada para devolver al accionista los derechos que había perdido con las juntas directivas. Sin embargo, en la práctica este mecanismo lo que ha demostrado es que la oferta pública lo que permite es la concentración accionaría en los grupos financieros y con ella la desaparición del accionista individual o del accionista inversor y la aparición del accionista de control, que es el verdadero accionista porque ejerce todos los derechos inherentes a la acción. La solución de estos problemas no es materia de la competencia de la CNV.

4.8. En el caso concreto, la resolución de CNV contiene una grave contradicción entre los fundamentos y los resultados obtenidos. El Banco de Venezuela SAICA, era, entre las entidades del sector financiero, la que más se acercaba al modelo de la democracia accionaria. Ningún accionista ni ningún grupo de accionistas dominaba la institución. Posiblemente allí se daba el fenómeno de la dominación de la junta directiva sobre la asamblea de accionistas. Pero después de la resolución de la CNV, la "democracia interna de la empresa SAICA" desapareció. Ahora el Banco de Venezuela SAICA pertenece a cuatro o cinco grupos financieros. En el control accionario de este instituto por grupos financieros colaboró, consciente o inconscientemente, la resolución de la CNV. Cuando una sociedad se defiende de los intentos de otra sociedad por dominarla se produce un conflicto entre poderes económicos que debe ser arbitrado con imparcialidad, como lo exige el artículo 30 de la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos. Ese conflicto no tenía por finalidad hacer más democrática la asamblea de accionistas

del Banco de Venezuela SAICA, sino más bien provocar una concentración accionaria mediante la adquisición de acciones en la Bolsa de Valores y el mecanismo de la oferta pública. No obstante que el propósito por alcanzar una concentración accionaria estaba claro, la CNV colaboró para que un grupo financiero pudiera apoderarse del Banco de Venezuela SAICA. En este aspecto existe una evidente contradicción entre los fundamentos de la resolución, que son de condena a los grupos económicos y a la dominación entre empresas, y el dispositivo de la resolución que declara que entre el Banco de Venezuela SAICA y las sociedades que señala como vinculadas existe una unidad de dirección y está presente el fenómeno de la dominación económica. Y como la "utilización abusiva" de estas formas jurídicas son contrarias al orden público y, además, son "dañinas" y constituyen una maniobra especulativa lesiva de intereses públicos dignos de la mayor protección, la CNV se vio precisada a adoptar, conforme a lo dispuesto en el numeral 12 del artículo 10 de la LMC, "las medidas necesarias para resguardar los intereses de quienes hayan efectuado inversiones en acciones y otros títulos valores". En este caso las medidas tuvieron por objeto amparar la aspiración de un grupo económico por controlar el Banco de Venezuela. Aquí también existe una ilegalidad. Cuando se usan los poderes legales para alcanzar fines distintos a los deseados por la norma legal se incurre en un vicio que anula la actuación administrativa.

5. *Motivos de la nulidad de la Resolución de la Comisión Nacional de Valores*

5.1. La resolución de la CNV puede ser impugnada por incompetencia. La incompetencia por razón de la materia es de orden público y puede ser declarada de oficio en cualquier estado e instancia del proceso. En el presente caso la CNV incurrió en el vicio de la incompetencia porque se atribuyó una función que no le da la ley y porque evadió el campo propio del legislador cuando entró a limitar los derechos constitucionales de propiedad y de la libertad económica, que sólo pueden ser limitados por acto legislativo.

5.2. La LMC no atribuye a la CNV facultades para controlar los grupos económicos ni las relaciones de dependencia que puedan surgir

de ese hecho. Su competencia se limita a regular, vigilar y fiscalizar el mercado de capitales y a controlar las sociedades e institutos previstos en el artículo 49 de la Ley. No es materia de la competencia de CNV la regulación o el control de los grupos económicos. Mientras el Congreso no dicte la legislación pertinente, ya sea para proteger a los accionistas y a los acreedores o para regular los efectos de la dependencia en el mercado en general, esa materia se seguirá rigiendo por el derecho común. En este aspecto, la CNV invadió competencias reservadas a la ley porque el fenómeno de la asociación o fusión de sociedades, al ser regulaciones al derecho de asociación y a la libertad económica, escapa a la competencia administrativa. Asimismo, la LMC no da competencia a la CNV para hacer la calificación de empresas subordinadas o dominadas ni para regular los efectos de esas vinculaciones. La CNV parte de una valoración negativa de esas asociaciones de empresas, valoración que el legislador aún no ha hecho. Cuando la CNV declaró que entre el Banco de Venezuela SAICA y las empresas que ella señala existen vinculaciones que hacen de esa asociación un grupo económico se atribuyó una función que no tiene. Y cuando se dijo, mediante una interpretación extensiva, que las sociedades filiales no podrían adquirir acciones de la sociedad matriz y que si las adquirían tenían las mismas limitaciones de las acciones en tesorería, creó una norma jurídica. Esta nueva prohibición sólo la puede establecer la ley porque se trata de una limitación a los derechos constitucionales de propiedad y de libertad económica. que son materias reservadas a la ley.

5.3. La CNV, al efectuar la calificación de grupo económico, calificación que no podía hacer, utilizó los criterios que permiten identificar el control externo o económico y no los que permiten definir el control interno o jurídico que es el utilizado por las Normas relativas a la oferta pública y colocación primaria de títulos valores y a la publicidad de las emisiones publicadas en la Gaceta Oficial Nº 31205 de fecha 29 de marzo de 1977, por el artículo 121 de la LMC y por el numeral 3 del artículo 32 de la Ley General de Bancos y otros Institutos de Crédito. Los criterios utilizados fueron "la interconexión de los miembros de sus respectivas juntas directivas, su composición accionaria, la identidad de sus comisarios, la participación de los mismos profesionales en el proceso de formación de las respectivas sociedades", la admisión pública de las sociedades filiales de su pertenencia al "grupo

financiero Banco de Venezuela", el informe "correspondiente al primer semestre de 1990 que presenta la Junta Directiva a la Asamblea Ordinaria de Accionistas del Banco de Venezuela, la utilización del mismo logotipo del Banco de Venezuela y el hecho de que las acciones de la empresa matriz las hayan adquirido las empresas filiales "en forma masiva y súbita hasta llegar a adquirir el 22,93% del capital social". Las normas dictadas por la CNV antes citada definen a la empresa matriz como aquella sociedad que controla más del cincuenta por ciento del capital social de otra sociedad y a la empresa filial o subsidiaria como aquella sociedad cuyo capital social está controlado, directa o indirectamente, en más de un cincuenta por ciento. Todo control administrativo sobre empresas privadas debe estar establecido en una ley porque ese control implica una limitación a un derecho protegido constitucionalmente. No podía la CNV aplicar un control económico o externo para determinar la subordinación entre sociedades cuando sus propias normas habían adoptado el criterio del control interno o jurídico. Tampoco podría aplicar ese criterio externo o económico al Banco de Venezuela SAICA, que está sometido a la Ley General de Bancos y otros Institutos de Crédito, normativa ésta que en el ordinal 3 del artículo 32 adopta el criterio del control interno o jurídico para establecer el porcentaje del número de acciones que puede adquirir un banco comercial en otras sociedades.

5.4. El artículo 43 de la LMC prohibe a las sociedades cuyos títulos valores están inscritos en el Registro Nacional de Valores adquirir a título oneroso sus propias acciones. Sin embargo, el mismo artículo permite que se adquieran esas acciones mediante el cumplimiento de tres condiciones allí determinadas. A estas acciones así adquiridas las llama la LMC acciones en tesorería. Pues bien, la resolución de la CNV equipará a las acciones en tesorería las acciones del Banco de Venezuela SAICA que fueron adquiridas por las empresas que la misma resolución señala "a los efectos de la prohibición de formar parte del quórum en las asambleas de accionistas de dicha institución bancaria y a la votación en las mismas asambleas, a tenor de lo dispuesto en el artículo 47 de la LMC". Al hacer esa equiparación violó tanto el artículo 43 de la LMC como e l artículo 47 de la misma. El supuesto hecho del artículo 43 de la LMC es el de una sociedad que adquiere sus propias acciones previo el cumplimiento de las tres condiciones legales. En el presente caso el

supuesto de hecho es el de una sociedad que adquiere acciones de otra sociedad, adquisición que no está prohibida en disposición legal alguna. Y como esta adquisición ni está prohibida ni está condicionada, las sociedades señaladas en la resolución las adquirieron libremente. Estas acciones no son ni pueden ser acciones en tesorería porque no fueron emitidas por ellas, ni para adquirirlas se cumplieron con las condiciones exigidas por el artículo 43 de la Ley por la sencilla razón de que ese artículo no le es aplicable. Si esas acciones no son acciones en tesorería tampoco se le podía aplicar lo dispuesto en el artículo 47 de la LMC en cuanto al derecho a voto y a concurrir a la formación del quórum en las asambleas de accionistas. Este artículo exige como presupuesto para su aplicación que "las acciones propias pertenezcan a la sociedad". Y en este caso las acciones pertenecen a otra sociedad. Lo que dice la resolución es que las acciones del Banco de Venezuela SAICA que fueron adquiridas por Valores Banvenez, C.A. y por las demás allí citadas hay que tenerlas como si fueran acciones en tesorería a los efectos de privarlas del voto y del quórum. Esta equiparación es completamente ilegal. Esas acciones, como ya se dijo, no son acciones en tesorería porque no son acciones propias de esas sociedades sino del Banco de Venezuela SAICA, y porque para adquirirla no se cumplieron las condiciones exigidas por el artículo 43 de la ley porque, como ya se dijo, no le es aplicable. Y si no son acciones de tesorería ni equiparables a ellas mal puede prohibírseles el derecho a votar en las asambleas de accionistas y a concurrir a ellas para formar quórum. Si la CNV considera que esas acciones son acciones propias ha debido declarar la nulidad de esas adquisiciones y no limitarse a reconocer la validez de esas operaciones mercantiles pero privando a sus titulares de derechos inherentes a la acción.

5.5. La resolución de la CNV se aplicó a una situación completamente distinta a la prevista en el artículo 43 de la LMC, como lo es la situación de vinculación o dependencia jurídica o económica que la resolución afirma existe entre el Banco de Venezuela SAICA y las empresas que allí se citan. Para poder aplicar ese artículo, la CNV consideró, aunque no lo dijo de manera expresa, que el grupo financiero del Banco de Venezuela, como lo llama la resolución, era una persona jurídica distinta a la de las sociedades dependientes. Solo partiendo de esta premisa es posible entender la calificación hecha por la CNV de que las acciones del Banco de Venezuela SAICA adquiridas por las empre-

sas que él considera filiales son acciones propias del Banco de Venezuela SAICA. Esta consideración viola el ordinal 9° del artículo 19 del Código de Comercio, en concordancia con lo dispuesto en los artículos 25 y 201 del mismo código. Esas disposiciones exigen que para que una sociedad pueda adquirir personalidad jurídica se necesita la inscripción del documento constitutivo en el registro de comercio y si esa inscripción no se hace el documento no produce efectos contra terceros. El grupo financiero del Banco de Venezuela no está inscrito en el Registro de Comercio y, en consecuencia, no tiene personalidad jurídica. Sin embargo, la CNV le reconoce esa personalidad jurídica y desconoce la personalidad que tienen las empresas que ella considera integrantes de ese grupo. El antepenúltimo aparte del artículo 201 del Código de Comercio establece que "las compañías constituyen personas jurídicas distintas de las de los socios". Y si esto es así, como en efecto lo es, las acciones del Banco de Venezuela SAICA compradas por Valores Banvenez, C.A., por ejemplo, no son ni pueden ser nunca acciones del Banco de Venezuela porque de admitirse lo contrario significaría desconocer la autonomía jurídica. Por tanto, Valores Banvenez, C.A. y las demás empresas citadas en la resolución son socios del Banco de Venezuela y como tales conservan su personalidad jurídica propia y distinta a la del Banco de Venezuela. La resolución de la CNV, al desconocer el efecto de la personalidad jurídica, violó el artículo 19 del Código Civil y el artículo 201 del Código de Comercio.

5.6. La resolución de la CNV fue tomada del campo de aplicación de la LMC aplicando erróneamente la interpretación extensiva de la ley. Para que proceda esta técnica interpretativa se requiere, en primer lugar, la existencia de una norma legal incompleta y, en segundo lugar, deducir que el hecho objeto de la controversia, aún cuando no esté previsto de acuerdo con el sentido literal de la ley, es idéntico al supuesto de hecho establecido en la norma. Y este no es el caso. La prohibición de adquirir las propias acciones tiene como finalidad proteger a los acreedores de la sociedad, impedir que los administradores utilicen esas acciones en tesorería para dominar la asamblea de accionistas y evitar que la sociedad pueda especular con esas acciones. Este no es el problema que plantean los grupos económicos al derecho comercial moderno. El problema resulta de las fusiones, decisiones y transformaciones que se producen por la toma de control de una sociedad por otra,

por la dirección unificada de las sociedades asociadas o unidas o por los acuerdos de colaboración entre ellas. Y este problema puede afectar la libre competencia, que es en un principio fundamental a defender en una economía de mercado. Si la LMC no prohibe la adquisición de acciones entre las empresas vinculadas, mal puede la CNV establecerla o deducirla mediante una interpretación extensiva que afecta derechos constitucionales.

5.7. Por último, la resolución de la CNV puede ser atacada por desviación de poder. En efecto, esa Comisión utilizó sus poderes con finalidades distintas a las previstas en la LMC y esta desviación afecta de nulidad ese acto. La CNV tiene por objeto "regular, vigilar y fiscalizar el mercado de capitales", como lo dispone el artículo 2° de la LMC y controlar las sociedades e institutos previstos en el artículo 49 de la misma Ley. En cambio, la regulación de los grupos económicos tiene otros propósitos. Las necesidades de la economía contemporánea de los países post-industrializados exige una agrupación de las sociedades bajo una unidad de dirección con el fin de alcanzar mayor eficacia y rendimiento económicos. Este agrupamiento de sociedades plantea problemas a los acreedores y a los accionistas pero la legislación que se ha dictado en otros países tiene por finalidad regular y controlar la concentración del poder societario y con él la concentración del poder económico. Esta concentración horizontal y vertical puede afectar, como las afecta en ciertos casos, las reglas de la libre competencia. En esa legislación se exige la inscripción de los grupos económicos en el Registro de Comercio. Así el Estado puede saber donde están los grandes centros de poder económico. Venezuela no ha dictado legislación alguna para regular este fenómeno de la concentración de empresas. Y, no obstante esta falta de legislación, la CNV ha pretendido sustituir al Congreso y utilizar sus facultades legales para regular el funcionamiento de los grupos económicos. El objeto de la LMC es muy concreto. Se trata de regular el funcionamiento del mercado de capitales. En cambio una legislación sobre los grupos económicos tendría por finalidad regular el mercado en general, es decir el mercado de bienes y servicios, para evitar la constitución de monopolios, de oligopolios o de otras formas de control sobre el mercado. Cuando la CNV utilizó facultades que tiene para controlar el mercado de capitales con la finalidad de controlar el funcionamiento del grupo financiero del Banco

de Venezuela hizo un uso ilegal de esas facultades e incurrió en el vicio de desviación de poderes.

5.8. La CNV incurrió también en el vicio de desviación de poderes cuando utilizó sus facultades para favorecer la dominación del Banco de Venezuela SAICA, por un grupo económico. La LMC tiene por finalidad canalizar el ahorro privado hacia la inversión en títulos valores. Y por eso el Estado garantiza la seguridad de esas inversiones. Con este objeto el Estado se propone también democratizar el capital de las sociedades abriendo, mediante la oferta pública, la posibilidad de comprar acciones de las grandes empresas. Antes de la resolución de la CNV, la composición accionaria del Banco de Venezuela se acercaba bastante a ese propósito democratizador de la ley. No había ningún grupo de accionistas que poseyera más del 50% de las acciones. No obstante esta realidad, la CNV contribuyó con su resolución a que un grupo económico pudiera dominar al banco de Venezuela. Para la CNV resultaba un abuso que las empresas asociadas al Banco de Venezuela SAICA hubieran hecho compras "en forma masiva y súbita hasta llegar a adquirir el 22,93% del capital social". En cambio le pareció muy normal que el grupo económico hubiera adquirido " forma masiva y súbita" un porcentaje similar. Después de la resolución, la composición accionaria perdió su carácter democrática y el dominio del banco pasó al control de cuatro o cinco grupos. La estrategia que se trazó ese grupo económico para controlar el Banco de Venezuela SAICA no hubiera sido posible si su composición estuviera controlada por pocos grupos. La defensa que hizo el Banco de Venezuela para impedir caer en el dominio de ese grupo fue considerada por la CNV como violatoria de normas de la LMC. En cambio, el propósito del grupo por controlar el banco fue considerado muy positivo para el mercado de capitales. De esta manera la CNV colocó sus facultades legales al lado del grupo que debería dominar el Banco de Venezuela, a pesar de que con ese dominio se dañaba la composición accionaria que tradicionalmente había tenido ese instituto de crédito. Al proceder así incurrió en el vicio de desviación de poder.

Caracas, ocho de abril de mil novecientos noventa y uno

José Guillermo Andueza

Indice General

Presentación 7

EDUARDO GARCIA DE ENTERRIA

DICTAMEN EMITIDO A REQUERIMIENTO DE LA SOCIEDAD FINANNANCIERA DE VENEZUELA S.A.I.C.A., S.A.C.A. (FIVENEZ) SOBRE LA COMPETENCIA DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES DE VEVENEZUELA PARA DECLARAR, EN CASO DE CONFLICTO, QUE DETERMINADAS ACCIONES SON ACCIONES PROPIAS O EN TESORERIA Y OTROS EXTREMOS 11

Sumario 13

Antecedentes 13

Consulta 14

Dictamen 15

I. La Comisión Nacional de Valores carece de competencia para declarar que las acciones adquiridas formalmente por una determinada sociedad independiente son realmente acciones en tesorería de la sociedad de cuyo capital aquellas forman parte 16

II. La Comisión Nacional de Valores, carece de competencia para ampliar los los supuestos a que se refiere el artículo 43 de la Ley de Mercado de Capitales 20

III. La Comisión Nacional de Valores carece de competencia para declarar la nulidad de operaciones bursátiles de compra-venta de acciones. La legitimación para pedir su anulación corresponde a los accionistas que se consideren perjudicados y a los administradores que hayan votado en contra 23

Conclusiones 25

MASSIMO SEVERO GIANNINI

OPINION SOBRE LA RESOLUCION DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES N° 284-90 27

ROLAND DRAGO

CONSULTA SOBRE LA RESOLUCION DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES N° 284/90 37

Sumario 39

Capítulo I. Marco General de la Consulta 40
Sección I. Preguntas planteadas y Plan de Estudio 40
Sección II. Utilidad del derecho francés 41

Capítulo II. Competencia de la CNV para tomar la decisión impugnada 43
Sección I. Noción y Régimen de las acciones en tesorería 43
Sección II. Competencia de la CNV según la Ley de Mercado de Capitales 45
Sección III. Soluciones dadas por la jurisprudencia francesa 47

Capítulo III. Atribuciones de la CNV en la materia 48
Sección I. Problema de los derechos de la defensa 49
Sección II. Ambito y límites de las atribuciones de la CNV en la materia 50
Sección III. Determinación de los criterios de acciones en tesorería y aplicación retroactiva de la decisión de la CNV 53
Sección IV. Poder sancinador de la CNV, particularmente en la declaración de nulidad de una operación bursátil 54
Sección V. Naturaleza de nulidad prevista en el artículo 44 y sus consecuencias 55

ANTONIO JIMENEZ BLANCO

DICTAMEN EMITIDO A REQUERIMIENTO DE BAUMEISTER & BREWER, ABOGADOS CONSULTORES, CARACAS, VENEZUELA, EN INTERES DE VALORES BANVENEZ, S.A. Y OTROS MANDANTES SUYOS, SUYOS, ACERCA DE LA COMPETENCIA DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES PARA DICTAR SUS RESOLUCIONES DE 26 Y 31 DE OCTUBRE DE 1990 57

Sumario 59
Antecedentes 59
Consulta 65
Dictamen 66
I. Introducción 66
II. De los negocios sobre las propias acciones en el Derecho español 69
III. Sobre los apoderamientos genéricos en el Derecho administrativo 87
IV. Recapitulación provisional 95
V. Reflexiones sobre la teoría general del ordenamiento: la imposibilidad de analogía en el supuesto de referencia 98

VI. La competencia sustantiva de la Comisión Nacional de Valores: su carencia 102
Conclusión 107

JOSE GUILLERMO ANDUEZA

LA COMISION NACIONAL DE VALORES Y LAS ACCIONES EN TESORERIA 109
Sumario 111
1. La Comisión Nacional de Valores 111
2. Las acciones en tesorería 115
3. La Resolución N° 284-90 de la Comisión Nacional de Valores 117
4. Los grupos de denominación o de subordinación 121
5. Motivos de la nulidad de la Resolución de la Comisión Nacional de Valores 129