

EN TORNO A LA LEGITIMACIÓN DE LOS TITULARES DE SWAPS PARA RECURRIR LAS DECISIONES DE LA AUTORIDAD DE CONTROL SOBRE LAS OPAS

Tomás Navalpotro Ballesteros¹

Resumen: La regulación de las opas pone de manifiesto la necesidad de proteger los intereses de los accionistas. Para ello es fundamental la intervención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que asume una posición de control, inspección y sanción sobre el procedimiento. Precisamente un instrumento financiero complejo, las permutas financieras o *swaps*, ha puesto de manifiesto la fuerza expansiva de la tutela de los inversores motivando la negación de la legitimación activa de sus titulares para proceder a la impugnación de los acuerdos adoptados por el ente regulador en el procedimiento de autorización de una opa. Las decisiones judiciales adoptadas al respecto merecen un análisis pausado, en cuanto suponen una delimitación de la regla general que reconoce legitimación activa para impugnar una actuación administrativa en el orden jurisdiccional contencioso-administrativo a quien ostenta un interés de tipo económico.

Palabras clave: Opas. Permutas financieras (*swaps*). Protección del inversor. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Legitimación activa. Interés económico.

Abstract: The regulation of takeover bids highlights the need to protect shareholders' interests. To this end, the intervention of the National Securities Market Commission (CNMV) is essential, as it assumes a position of control, inspection and sanction over the procedure. A complex financial instrument, swaps, has demonstrated the expansive force of investor protection by denying their holders standing to challenge the resolutions adopted by the regulator in the procedure for authorising a takeover bid. The judicial decisions adopted in this respect merit careful analysis, insofar as they represent a delimitation of the general rule that recognises that those who have an

¹ Letrado de la Comunidad de Madrid. En la actualidad ocupa el puesto de Letrado-Jefe del Servicio Jurídico en la Consejería de Medio Ambiente, Agricultura e Interior. Asimismo, es profesor asociado de Derecho Administrativo en la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid.

economic interest have standing to challenge an administrative action in the contentious-administrative courts.

Key words: Public stock offering. Swaps. Investor protection. National Securities Market Commission. Active legitimization. Economic interest.

SUMARIO

1. Introducción. 2. Breve referencia a las funciones de la CNMV. 3. Las ofertas públicas de adquisición. 3.1. Las opas. 3.2. Papel de la CNMV en las opas. 4. Singularidad de los *swaps* en los mercados financieros. 5. Apuntes generales sobre la legitimación en el orden contencioso-administrativo. 6. La legitimación de los titulares de swaps para impugnar las opas. 6.1. La legitimación de los accionistas para impugnar resoluciones de la CNMV relacionadas con las ofertas públicas de adquisición. 6.2. La cuestión, desde la perspectiva civil de la legitimación para impugnar los acuerdos de la sociedad a cuyo capital resultan adscritas las acciones. 6.3. Posicionamiento de la Sala Tercera del Tribunal Supremo. 7. Reflexiones en torno a la doctrina fijada en sede casacional. 8. Algunos apuntes destinados a favorecer el encaje doctrinal del posicionamiento de la Sala Tercera.

1. Introducción.

La jurisprudencia coetánea del Tribunal Supremo nos ha legado dos sentencias de su Sala de lo Contencioso-Administrativo especialmente llamativas por la singularidad de su objeto, relacionadas ambas con el ámbito de intervención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Los mercados financieros sirven de albergue a operaciones o negocios jurídicos de carácter privado. Sin embargo, el poder público no puede situarse de espaldas a su funcionamiento, puesto que, en tal caso, se correría el riesgo de que las reglas del mercado fueran impuestas por los más poderosos en detrimento del interés de los pequeños inversores. Esto explica la atribución en nuestro derecho de relevantes

funciones de regulación, supervisión y sanción a la CNMV con respecto al funcionamiento de los mercados de inversión.

Una de las figuras en las que se refleja especialmente el designio de tutela de los inversores está constituida por las ofertas públicas de adquisición (opas). Cuando alguien tiene interés en adquirir acciones de otra empresa que puedan determinar la adquisición de una posición dominante o de control sobre aquella, se ponen en marcha ciertos mecanismos legales que van desde la imposición de la obligación de presentar la opa hasta el deber de ofrecer un precio equitativo, pasando por la necesidad de obtener una autorización de la CNMV.

La referida autorización constituye un acto sometido al control de los jueces y tribunales integrantes de la jurisdicción contencioso-administrativa. Por esa razón, su posible impugnación se sujeta al cumplimiento de los requisitos imperantes en dicho orden jurisdiccional, entre ellos el relativo a la necesaria legitimación activa de la parte recurrente. En el caso de las permutas financieras o *swaps*, se da la circunstancia de que, quienes las ostentan, ven afectados sus intereses económicos por la formulación de una opa, ya que el precio de adquisición ofertado condiciona el rendimiento de su operación. Siendo así que, con carácter general, la legitimación activa en el ámbito contencioso-administrativo viene marcada por la titularidad de un derecho o interés legítimo, y que este último, según se admite desde antaño, puede venir representado por un interés de tipo económico, sin embargo, el afán de proteger la posición de los accionistas de la sociedad afectada ha conducido a plantearse la legitimación activa de los titulares de *swaps* para impugnar una opa que afecta a una sociedad a cuya evolución en los mercados han condicionado sus intereses patrimoniales. Precisamente este asunto ha concitado la atención de la Sala Tercera en sendas sentencias de 3 de octubre de 2022 y de 7 de mayo de 2024, dictadas, respectivamente, en los recursos de casación 2953/2021 (ECLI:ES:TS:2022:3520) y 3774/2022 (ECLI:ES:TS:2024:2234).

Este trabajo pretende realizar un acercamiento a la cuestión con pretensión de sencillez, esquivando la complejidad de las operaciones financieras subyacentes, y contribuir a dilucidar si las sentencias anteriormente referidas constituyen una

excepción, o bien una simple delimitación, de la jurisprudencia consolidada sobre la legitimación activa para litigar en el orden jurisdiccional contencioso-administrativo.

2. Breve referencia a las funciones de la CNMV.

Es sabido que, retranqueado el poder público de su otrora papel protagonista en la actividad económica, se torna imprescindible reservarle potestades de supervisión de los mercados, ejerciendo funciones de regulación, control y sancionadoras, habitualmente a través de ciertos organismos o agencias públicos que, respetando la necesaria libertad de empresa, sirvan de dique de contención a la inevitable tendencia de quien tiene una posición dominante en aquellos a imponer las condiciones que más le favorecen.

Desde ese prisma debemos interpretar las facultades de la CNMV, que es una de las patas sobre los que se asienta el sistema de supervisión de las actividades financieras que rige en nuestra nación (Cuenca Casas, 2022)². Se trata de un ente de derecho público al que la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI), siguiendo los pasos de la normativa precedente³, le atribuye la supervisión e inspección, así como el ejercicio de la potestad sancionadora de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en su tráfico (art. 18.1). Conviene destacar que dicha entidad no ocupa en el mercado una situación de estricta neutralidad, al tener que velar por su transparencia, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores (art. 18.2). Como habremos de ver, este último designio, la tutela de los inversores, se halla especialmente presente en la regulación de las opas.

² Cuenca Casas, 2022, nos recuerda que el sistema español de supervisión es funcional o por actividad. En él, los tres supervisores existentes, centrados respectivamente en la actividad bancaria (Banco de España y Banco Central Europeo), los mercados de valores o inversión (Comisión Nacional del Mercado de Valores) y el mercado asegurador (Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones), no atienden a la hora de ejecutar sus competencias a la naturaleza de la entidad controlada, sino al tipo de actividad que realiza.

³ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, en su artículo 17. Dicho texto legal fue derogado por la LMVSI en los términos fijados en su disposición final decimoquinta.

Todo ello se condensa, en definitiva, en lo que se ha venido a definir como una capacidad de control continuado del cumplimiento de la normativa vigente por quienes desarrollan su actividad profesional en el campo de los mercados de valores (Rodríguez Pellitero, 2021)⁴.

Estas características han justificado que la jurisprudencia, en relación con la posible responsabilidad patrimonial del Estado por la inacción de las autoridades de control, haya conceptualizado la labor de inspección y sanción de la CNMV como un verdadero «servicio público», sirviéndose de una acepción amplia de este último concepto⁵.

Para concluir esta perspectiva introductoria sobre las funciones del organismo regulador, conviene poner de manifiesto que no se trata de una actividad en la que la CNMV actúe de forma aislada, ya que coopera estrechamente con las Autoridades Europeas de Supervisión en las tareas de proteger a los inversores, velar por la correcta formación de los precios y potenciar la transformación de los mercados de valores.

3. Las ofertas públicas de adquisición.

3.1. Las opas.

La CNMV explica con sencillez que una opa es una «operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio». Este último -se añade- suele consistir en efectivo, pero también puede instrumentarse a través de la entrega de acciones o adoptar una modalidad mixta (dinero y acciones)⁶.

Las ofertas públicas de adquisición, reguladas en el capítulo V del título IV de la LMVSI (arts. 108 a 117), han de ser formuladas de forma imperativa por quienes estén en condiciones de alcanzar el control de una sociedad cotizada, ya se produzca esta

⁴ Págs. 150 y 151.

⁵ STS de 27 de enero de 2009, RC 5921/2004 (ECLI:ES:TS:2009:121), asunto Gescartera.

⁶ <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas.aspx>

situación mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran directa o indirectamente el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en determinada sociedad, mediante pactos parasociales con otros titulares de valores o como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan (art. 108 LMVSI). En estos casos, la protección y trato equitativo de los accionistas se asegura obligando a formular una oferta pública por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición, que irá dirigida a la generalidad de sus titulares y comportará el ofrecimiento de un precio equitativo por parte de quien alcance el control de una sociedad cotizada. La opa es, así, el instrumento que hay que utilizar para adquirir una participación significativa en una sociedad cotizada, so pena de la prohibición de ejercer derechos políticos en la sociedad (art. 112) y de la posibilidad de incurrir en una conducta infractora (art. 301).

Se ha resaltado que, a raíz de la transposición en España de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (Directiva de Opas), se produjo una importante innovación en el sentido de que el sistema de opa *a priori* fue sustituido por el de opa *a posteriori*, en el que la obligación de formularla surge una vez superado determinado umbral de derechos de voto en el capital de la sociedad afectada, y que este sistema convive, a su vez, con el de la opa voluntaria, que permanece en nuestro derecho (Chamorro Domínguez, 2011).

Muy significativamente, la Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Tercera, de 25 de noviembre de 2008, RC 1931/2006 (ECLI:ES:TS:2008:6569)⁷, destacó que el sistema de oferta pública de adquisición de acciones para el caso de toma o aumento de una participación significativa, «constituye un mecanismo para la adquisición y toma de control de sociedades cotizadas de carácter obligatorio, necesario e imperativo, y no opcional, que se impone *a priori* a quien pretenda adquirir, en un sólo acto o en actos

⁷ Los términos en que se expresa la sentencia, aun referidos al esquema regulatorio del artículo 60 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en la redacción originaria anterior a su modificación por el artículo 8 de la Ley 6/2007, de 12 de abril, pueden considerarse esencialmente predicables de la configuración actual de las opas en nuestro derecho.

sucesivos, un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en la Bolsa de Valores, que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición, y de esta forma llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad». La finalidad de este engranaje, indicaba a continuación la resolución judicial, reside en «de asegurar el correcto funcionamiento del mercado de valores y garantizar el principio de igualdad de trato de los accionistas de la sociedad afectada, y que excluye, en consecuencia, la posibilidad de realizar un cambio del control de la sociedad cotizada mediante la prosecución de otros procedimientos alternativos». No cabe duda, en consecuencia, de la inspiración tuitiva de la figura.

Como ya se ha adelantado, junto a las ofertas públicas de adquisición obligatoria, la LMVSI reconoce una segunda modalidad de opas, que son las que se formulan con carácter voluntario. En este caso, su artículo 117 exige que las ofertas públicas de adquisición de acciones o de otros valores que confieran directa o indirectamente derechos de voto en una sociedad cotizada se dirijan a todos sus titulares, quedando sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas obligatorias, si bien podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, por un número de valores inferior al total.

Las fuentes del ente regulador⁸, a las que acudimos de nuevo, resaltan este primer criterio de clasificación, de suma importancia práctica, entre opas obligatorias y voluntarias, destacando que la obligación de lanzar una opa surge cuando un accionista alcanza el control de la sociedad, cuando la sociedad acuerda la exclusión de negociación de sus acciones y cuando la sociedad realiza una reducción de capital mediante la compra de sus propias acciones para su posterior amortización. En particular, se viene a destacar que «Las opas obligatorias se deben presentar por el 100% de las acciones de la compañía a un precio equitativo y no pueden estar sujetas a condición alguna, salvo a la obtención si corresponde, de la autorización de las autoridades de defensa de la competencia; en cambio, las opas voluntarias no están sujetas a la obligación legal de formularse a un precio equitativo o al 100% de las acciones, en ellas además el oferente puede establecer condiciones como, por ejemplo,

⁸ <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas.aspx>

conseguir que acepten la oferta un número mínimo de acciones para hacer efectiva la misma». Otras perspectivas nos permiten distinguir entre opas por toma de control, competidoras, de exclusión o amistosas (por contraposición con las hostiles), pero, sin duda, el jurídico de la opa obligatoria resulta singularmente indicativo del designio de protección de los accionistas que inspira nuestra legislación.

La escueta regulación de las opas en la LMVSI es objeto de desarrollo en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (RDOPAS), que vino a completar la transposición al Derecho español de la Directiva de Opas. A dicha norma reglamentaria hacen referencia, al referirse al régimen jurídico de las opas, las sentencias del Tribunal Supremo que dan motivo al presente comentario.

Interesa igualmente dejar significado que las opas se caracterizan por la pluralidad de sujetos afectados por su presentación. Según se ha dicho (Vives Ruiz, 2006)⁹, dichos sujetos son el oferente, persona física o jurídica que pretende adquirir una participación significativa en determinada sociedad (art. 1.1 RDOPAS) y que actúa, a su vez, mediante representantes (arts. 15 y 25 RDOPAS); la sociedad cotizada cuyos valores son objeto de la oferta, y, finalmente, los aceptantes, titulares de los valores que, tras el análisis de la oferta, deciden, en su caso, acceder a ella. En el desarrollo de las opas intervendrán otros sujetos, como las sociedades rectoras de las bolsas de valores, principalmente con funciones de recopilación y centralización de la información relativa a la oferta, y la CNMV, que supervisa y vela constantemente por la legalidad del desarrollo de la opa, incluyendo facultades sancionadoras. A continuación, desarrollaremos algo más el papel de la autoridad supervisora en este singular procedimiento.

3.2. Papel de la CNMV en las opas.

De lo anteriormente expuesto se puede deducir el carácter esencialmente *inter privados* de las opas, en cuanto suponen un negocio jurídico sustentado entre

⁹ Vives Ruiz, 2006, págs. 605-658 (en especial, págs. 661 a 664).

particulares. Sin embargo, y como también ha sido apuntado previamente, se trata de un proceso sometido a control público, ejercido a través de la CNMV.

Resulta importante tomar en consideración que la regulación actual de la figura en la legislación española es tributaria de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición¹⁰. Según nos explicó el legislador, la razón de ser de la norma comunitaria estriba en la protección de los intereses de los titulares de valores de sociedades cuando éstas sean objeto de una opa o de un cambio de control. Con esa finalidad, contempló la obligación de dar a los accionistas un trato equivalente entre sí; otorgarles tiempo e información suficientes para adoptar una decisión; el deber del órgano de administración de la sociedad afectada de actuar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto; la obligación del oferente de anunciar su oferta una vez que se asegure de que puede hacer frente íntegramente a la contraprestación comprometida o el designio de que la sociedad afectada no vea obstaculizadas sus actividades durante más tiempo del razonable¹¹.

Si nos fijamos en la regulación contenida en el RDOPAS, nos percatamos de la diversidad de momentos en los que se prevé la intervención del ente regulador, que resulta, de este modo, continua a lo largo del procedimiento. Aun renunciando al ánimo de exhaustividad en la enumeración, una visión panorámica de las actuaciones previstas en el reglamento resulta altamente ilustrativa.

¹⁰ Su trasposición al Derecho español, junto a la de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, determinó la aprobación de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores.

¹¹ Preámbulo de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores

En primer lugar, tanto en la oferta obligatoria cuando se alcanza el control como en las tomas de control indirectas o sobrevenidas, es posible que, en ciertas condiciones, la CNMV dispense de la obligación de formular una opa (arts. 4.2, 7.2 y 7.5). En segundo lugar, en ciertos casos en los que no es obligatorio formular una opa, aunque se adquiera el control de la compañía, es la CNMV la que tiene que declarar la inexistencia de ese deber (art. 8.d y e). En tercer lugar, el ente supervisor tiene la facultad de modificar el precio de adquisición ofertado cuando estime que no resulta equitativo (art. 9.4). En cuarto lugar, cuando, de forma sobrevenida, una opa voluntaria devenga en obligatoria, adaptará los plazos para que el oferente pueda cumplir con las obligaciones derivadas del carácter obligatorio de la oferta y se garantice la debida protección de sus destinatarios (art. 13.6). En quinto lugar, cuando el oferente ofrezca una permuta, le corresponderá determinar la cotización media ponderada de los valores entregados en canje (art. 14.4). En sexto lugar, se debe acreditar ante ella la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la oferta y, cuando la contraprestación ofrecida consista en valores a emitir por la sociedad oferente, podrá exigir garantías a los administradores si apreciara un insuficiente grado de seriedad en la formulación de la oferta (art. 15.1 y 4). En séptimo lugar, ya se trate de una opa obligatoria o de una opa por exclusión de negociación, reducción de capital mediante adquisición de acciones propias o de una opa voluntaria, se deberá presentar una solicitud de autorización ante la CNMV a la que sucederá, bien su admisión a trámite, bien su inadmisión (art. 17). En octavo lugar, le corresponde revisar y adoptar las decisiones oportunas sobre el folleto informativo (art. 18), incluidos los casos en los que la autorización de la operación corresponda a la autoridad competente de otro Estado (art. 19). En noveno lugar, le corresponde conceder o denegar la autorización sobre la opa (art. 20). En décimo lugar, puede acordar la ampliación del plazo de aceptación de las ofertas (art. 23.4 y 5). En undécimo lugar, le compete autorizar, en su caso, la modificación de las características de la oferta (art. 31.4). En duodécimo lugar, una vez abonada la contraprestación, autorizará el levantamiento de las garantías (art. 37.3). En decimotercer lugar, autorizará las ofertas competidoras (art. 41), en cuyo desarrollo también tiene un papel relevante (art. 45). En decimocuarto lugar, dirige el procedimiento de las compraventas forzosas (art. 48).

Todo lo anterior se condensa, como corolario, en lo señalado en el artículo 49 del RDOPAS, que somete a la multiplicidad de sujetos que se interrelacionan a través de las opas al régimen de supervisión, inspección y sanción previsto, en la actualidad, en la LMVSI.

De la función tuitiva de esta intervención del ente público da buena cuenta el artículo 65.4 de la misma LMVSI, que le permite dispensar la obligación de formular una oferta pública de adquisición precisamente en aquellos supuestos en los que mediante otro procedimiento equivalente se asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de acciones afectados por la exclusión, así como de los correspondientes a los titulares de las obligaciones convertibles y demás valores que den derecho a su suscripción¹². Es a esa protección a la que, por consiguiente, y en las diversas modalidades en que está prevista, responde su intervención en un proceso que, como se ha dicho, se produce entre privados.

Esa finalidad había sido destacada en ocasiones anteriores por el Tribunal Supremo. Muestra de ello es la Sentencia de 23 de mayo de 2005, RC 2414/2002 (ECLI:ES:TS:2005:3275), que, en relación con las competencias asignadas a la CNMV en materia de supervisión y ordenación del mercado de valores y, en especial, en las autorizaciones de ofertas públicas de adquisición y venta de valores y de exclusión de la negociación de un valor del mercado¹³, significó la necesidad de institucionalizar un procedimiento destinado a «salvaguardar eficientemente los intereses económicos y financieros afectados, así como en el principio de seguridad jurídica, de modo que se asegure la tutela de los legítimos intereses de los tenedores o titulares de valores, que autorice a que la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores conserve facultades de ordenación y dirección del procedimiento». Al respecto, destacaba la especial posición de dicho ente de derecho público como Administración independiente, cuya actuación había de sustentarse en procedimientos que facilitaran «el ejercicio de sus

¹² Actualmente, y en virtud del añadido que contiene dicho artículo 65.4 en relación con el anterior artículo 82.4 del TRLMV, la CNMV también está facultada para dispensar de la obligación de formular una opa cuando el valor cotice en otro centro de negociación domiciliado en la Unión Europea.

¹³ Cuestiones reguladas, en aquel momento, por los artículos 60 y 61, y 34, respectivamente, de la 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

poderes, funciones y competencias encomendadas conforme a criterios de racionalidad económica y seguridad jurídica, que permitan conjugar, con ponderación y equilibrio, los diferentes intereses públicos y privados concurrentes, con el objeto de garantizar la transparencia del mercado de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores, y haciendo cumplir las normas de conducta de derecho necesarias que se imponen a todos los intervinientes en la actividad bursátil».

En concreto, los acuerdos de la CNMV que, en los casos que centrarán nuestra atención, originaron la controversia en torno a la presencia de un interés legítimo en la posición del titular de un fondo de inversión, establecían la exclusión de la cotización de las acciones en la Bolsa tras la realización de una opa de conformidad con lo previsto en el artículo 11.d) del RDOPAS (en la jerga especializada, procedimiento intermedio de exclusión o *soft delisting*), así como la autorización de la opa.

4. Singularidad de los swaps en los mercados financieros.

Los *swaps*¹⁴ son productos financieros complejos. Así lo indicaba la guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos de la CNMV, de 14 de octubre de 2010. En la actualidad, dicha característica ha sido recogida en la legislación (art. 208.3 LMSIV).

La Sala de lo Civil del Tribunal Supremo ha tomado en consideración en diversas ocasiones la complejidad de esta figura, relacionándola con la posible existencia de un vicio del consentimiento (error) a la hora de contratar. Su jurisprudencia debe ser enmarcada en el contexto de la utilización de estos productos financieros como instrumento para evadir la repercusión de las subidas de los tipos de interés en las cuotas hipotecarias (Juan Sanjosé, 2013). Así, en Sentencia del Pleno de 20 de enero de 2014 (RC 879/2012, ECLI:ES:TS:2014:354), la Sala destacó «la necesidad de que el cliente minorista a quien se ofrece la contratación de un producto financiero complejo... conozca los riesgos asociados a tal producto, para que la

¹⁴ Utilizaremos su denominación anglosajona con el propósito de adaptarnos a la jerga utilizada por el Tribunal Supremo en las sentencias objeto de comentario. No olvidamos, sin embargo, la conveniencia de utilizar la expresión «permuta financiera» (<https://www.fundeu.es/recomendacion/permuta-financiera-en-economia-alternativa-a-swap/>).

prestación de su consentimiento no esté viciada de error que permita la anulación del contrato». Y añadió que «[e]n un caso como el presente, en que el servicio prestado fue de asesoramiento financiero, el deber que pesaba sobre la entidad financiera no se limitaba a cerciorarse de que el cliente minorista conocía bien en qué consistía el *swap* que contrataba y los concretos riesgos asociados a este producto, sino que además debía haber evaluado que en atención a su situación financiera y al objetivo de inversión perseguido, era lo que más le convenía». Con posterioridad, otras sentencias, como las de 12 de febrero (RC 2450/2012, ECLI:ES:TS:2016:361) y de 19 de diciembre de 2016 (RC 1999/2013, ECLI:ES:TS:2016:5674), entre otras muchas, siguieron esa misma línea, llegando a señalar que, «no cualquier capacitación profesional, relacionada con el Derecho y la Empresa, ni tampoco la actividad financiera ordinaria de una compañía, permiten presumir esta capacidad de tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente los riesgos».

En el caso concreto en que centraremos nuestra atención, podemos dar por buena la descripción del producto financiero proporcionada por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, citada por las propias sentencias dictadas en sede casacional (FJ3 de la STS de 3/10/22 y FJ 4 de la STS de 7/5/2024). En ellas se caracterizaba la permuta financiera como un «un contrato de intercambio de flujos de efectivo, en cuya virtud, la sociedad A se obliga a pagar un interés (fijo o variable) y la contraparte (una entidad de crédito propietaria de las acciones de la sociedad B) se compromete a entregar el dividendo recibido por su inversión en la sociedad B. Adicionalmente, en la fecha de ejercicio (vencimiento del contrato) las partes acuerdan intercambiar la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor razonable de las acciones en ese momento (asumiendo la sociedad el riesgo de valor razonable de los títulos). Hasta un determinado ejercicio la liquidación se acuerda por diferencias (en efectivo) y a partir de esa fecha, previa novación del contrato, mediante la entrega física de las acciones».

Comprenderemos algo mejor el componente obligacional de la figura acudiendo a autorizada doctrina mercantilista, representada por Javier García de Enterría (2022). En ella se nos explica que los *equity swaps* son contratos cuya singularidad estriba en la vinculación del contenido de las prestaciones de las partes al valor de un activo subyacente (acciones, materias primas, tipos de interés de cambio, índices de valores...). Asimismo, les caracteriza el estar concertados a plazo, al hacer depender las

recíprocas obligaciones de pago del riesgo de mercados de dicho activo durante un periodo de tiempo determinado.

Siguiendo al mismo autor, en esencia, los *swaps* pueden ser dos tipos: *over the counter*, cuando tienen un carácter singular e individualizado por negociarse y acordarse entre las partes, o negociados, si han sido negociados y contratados en mercados organizados, en cuyo caso, para garantizar su idoneidad como objeto de negociación en un mercado financiero, responden a un contenido uniforme. En nuestra nación, su negociación se produce en el marco del mercado regulado MEFF de Futuros, Opciones y otros instrumentos financieros derivados.

En relación con lo que más adelante diremos, conviene fijarse en algunas particularidades de los *swaps*, consistentes en la libertad configurativa de las partes (atipicidad), su variable contenido obligacional y la posible diversidad del riesgo asumido o su duración.

Los *swaps* no son, ni mucho menos, un instrumento financiero de utilización excepcional, tal y como destaca precisamente la sentencia del Tribunal Supremo de 3 de octubre de 2022 en su fundamento jurídico cuarto. Normativamente, debe tomarse en consideración que, a tenor del artículo 2.1.d) de la LMVSI, son instrumentos financieros sujetos a dicho texto legal¹⁵. De hecho, resulta ilustrativo que las sentencias de la Audiencia Nacional recurridas en casación que constituyen el origen de este trabajo, recogieran que los contratos de permuta financiera que dieron lugar a la controversia procesal habían sido comunicados a la CNMV.

5. Apuntes generales sobre la legitimación en el orden contencioso-administrativo.

Como es sabido, la normativa reguladora del recurso contencioso-administrativo no es ajena a la diferenciación entre capacidad para ser parte y capacidad procesal, *legitimatío ad procesum* y *legitimatío ad causam*, utilizada por la doctrina procesalista. La primera mide de una forma abstracta la aptitud para ser parte en un proceso y la segunda valora la habilidad para comparecer activamente en un litigio concreto. Para

¹⁵ Anteriormente, a tenor del artículo 2.1 del TRLMV, se consideraban instrumentos financieros sujetos a dicha ley los comprendidos en su anexo, y este hace referencia a diferentes tipos de swap.

aludir a este segundo aspecto, tanto la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-administrativa (LJCA), como la jurisprudencia, utilizan el concepto de «legitimación», cuya ostentación constituye un «presupuesto inexcusable del proceso» (STS de 19/3/2019, RC 2784/2016, ECLI:ES:TS:2019:925).

A grandes rasgos, en dicho ámbito la legitimación activa consiste en la existencia de un determinado vínculo o relación entre el sujeto que recurre y la actuación administrativa que se pretende atacar, es decir, en «una relación material unívoca entre el sujeto y el objeto de la pretensión deducida en el recurso contencioso-administrativo, en referencia a un interés en sentido propio, identificado y específico, de tal forma que la anulación del acto o la disposición impugnados produzca automáticamente un efecto positivo (beneficio) o negativo (perjuicio), actual o futuro, pero cierto» (STS de 23/12/2024, RC 5249/2021, ECLI:ES:TS:2024:6283, con cita de doctrina previa de la Sala). En dicho sentido, se ha afirmado que en lo contencioso-administrativo la legitimación activa es «cualificada», requiriendo la concurrencia de una determinada cualidad en un sujeto que, con los efectos de título legitimador, le habilite para actuar como parte demandante (STS de 18/7/2022, RC 3678/2020, ECLI:ES:TS:2022:3055).

En el modelo español, tributario del artículo 24 de la Constitución Española, en que la legitimación *ad causam* aparece vinculada a la ostentación de un derecho o interés legítimo, este es definido como «la titularidad potencial de una posición de ventaja o de una utilidad jurídica por parte de quien ejercita la pretensión y que se materializaría de prosperar ésta» (STS de 19/7/2024, Rec. 736/2023, ECLI:ES:TS:2024:4259, apelando a la doctrina del Tribunal Constitucional).

Sin perjuicio de algunas reglas especiales cuyo examen no viene al caso, la de carácter general, enunciada en el artículo 19.1.a) de la LJCA, vincula la legitimación a la ostentación de un derecho o interés legítimo por quien pretende ser parte en un recurso contencioso-administrativo. No cabiendo duda, con base en esa genérica regla, de que el titular de un derecho puede impugnar un acto de la Administración que le afecte, las mayores controversias que se vienen planteando en la práctica, y que han dado lugar a resoluciones de gran interés de la Sala Tercera del Tribunal Supremo, se

relacionan con el posible reconocimiento de un interés legítimo en quien ha impugnado determinadas actuaciones administrativas.

Interesa igualmente llamar la atención sobre la necesidad, tantas veces reconocida igualmente en la jurisprudencia, de que el examen de la legitimación sea casuístico, de forma que se examine en cada recurso planteado ante la jurisdicción contencioso-administrativa si, atendidas las circunstancias concurrentes, aquella se da en el sujeto que acciona frente a la Administración¹⁶.

Solo excepcionalmente podrá reconocerse la capacidad procesal para impugnar determinada actuación al margen del reconocimiento de un interés legítimo o la ostentación de un derecho subjetivo por el sujeto correspondiente. Por ello, son incontables los pronunciamientos de la jurisprudencia que declaran que el mero interés por el cumplimiento de la legalidad, fuera de los supuestos en que las leyes habilitan el ejercicio de la acción pública, no constituye un título habilitante para impugnar un acto o resolución administrativa. En consecuencia, se ha dicho que «queda excluida la legitimación de la persona física o jurídica que pretenda recurrir actuando como mero defensor de la legalidad, sin justificar la existencia de relación o vinculación entre el objeto del proceso y su esfera de intereses» (STS de 11/4/2019, RC 645/2017, ECLI:ES:TS:2019:1177). En cambio, como acabamos de señalar, el simple interés por el cumplimiento de la legalidad, sin necesidad de la concurrencia de una singular relación entre el sujeto y el objeto del recurso, legitima su interposición en aquellos ámbitos en que las leyes sectoriales reconocen el ejercicio de la acción pública.

A la hora de valorar la existencia de legitimación, resulta fundamental tomar en consideración la proyección constitucional de este requisito. Y es que, apreciada la falta de legitimación, el juzgado o sala correspondiente del orden jurisdiccional

¹⁶ A título de ejemplo, en la STS de 23 de octubre de 2023, Rec. 205/2021 (ECLI:ES:TS:2023:4564), en relación con la legitimación de determinados diputados autonómicos para impugnar un real decreto en el que se concedía un indulto, la Sala Tercera recordó que «el interés legítimo se delimita, así, caso a caso, en atención a la pretensión ejercitada, en función de si la anulación que se pretende de la actividad administrativa impugnada supone un concreto beneficio o la evitación de un singular perjuicio a quien ejercita la acción, esto es, una utilidad específica que va más allá del interés genérico de que las Administraciones públicas actúen conforme a derecho». En otras ocasiones, se ha afirmado

contencioso-administrativo queda liberado de la obligación de resolver sobre el fondo del asunto, que constituye el núcleo de la tutela judicial efectiva, y, tratándose de la impugnación de un acto administrativo, se elude además el control de la actividad administrativa desde la perspectiva de su ajuste a la legalidad. Por ello, la decisión que en cada caso haya de tomarse deberá estar presidida por el principio *pro actione*, que exige interpretar con amplitud las normas procesales que condicionan el acceso a la jurisdicción contenciosa administrativa (entre otras muchas, STS de 13/12/2022, RC 2654/2021, ECLI:ES:TS:2022:4566).

Estas premisas, aunque de sobra conocidas, nos permitirán abordar con elementos de juicio suficientes los pronunciamientos de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo con respecto a la legitimación de los titulares de *swap* para impugnar los acuerdos de la CNMV relativos a una opa sobre las acciones de la sociedad a cuyos vaivenes habían vinculado sus cobros y pagos, y, por consiguiente, su riesgo.

6. La legitimación de los titulares de swaps para impugnar las opas.

6.1. La legitimación de los accionistas para impugnar resoluciones de la CNMV relacionadas con las ofertas públicas de adquisición.

No era la primera vez en que la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Alto Tribunal se había enfrentado a recursos relacionados con resoluciones de la CNMV dictadas en el contexto de ofertas públicas de adquisición. No en vano, conforme al artículo 23 de la LMVSI (y, anteriormente, conforme al artículo 22 del TRLMV), son recurribles en vía contencioso-administrativa las disposiciones y resoluciones dictadas por dicha Administración independiente en el ejercicio de potestades administrativas¹⁷. Y en las sentencias dictadas hasta el momento, habían tenido que sustanciarse cuestiones relativas a la legitimación de la parte recurrente. Así, en la sentencia de 18 de

apodícticamente: «como siempre que entra en juego la legitimación, hay que estar a las circunstancias concreta que concurren en cada caso» (STS de 7/11/2023, RC 922/2021, ECLI:ES:TS:2023:4735).

¹⁷ En concreto, señala el artículo 23 de la LSMVI: «Las disposiciones y resoluciones que dicte la CNMV en el ejercicio de las potestades administrativas que se le confieren en esta ley pondrán fin a la vía administrativa y serán recurribles en vía contencioso-administrativa».

abril de 2007 (RC 5494/2004, ECLI:ES:TS:2007:2661), la Sala Tercera se había enfrentado a la impugnación por un accionista de la autorización por el ente regulador de una oferta pública lanzada por el Banco de Santander con vistas a la adquisición de acciones representativas del 51,89% de Banesto. En aquella ocasión, el Alto Tribunal se encontró con una apreciación rigurosa de la Sala de instancia, que había interpretado que la legitimación para impugnar las resoluciones administrativas relacionadas con una opa recaía en la sociedad peticionaria, a la que se reputaba como el único sujeto cuya esfera jurídica podía resultar afectada por su presentación, relegando a la esfera societaria interna una posible reacción de los accionistas.

Pudiendo comprometer una interpretación tan estricta el derecho a la tutela judicial efectiva en relación con el necesario control de legalidad de las actuaciones administrativas, la sentencia dictada en casación, con un criterio más expansivo, determinó que, el hecho de que los accionistas de las sociedades cotizadas tengan a su disposición la formulación de las demandas civiles que consideren oportunas contra las decisiones de los órganos societarios no enerva la posibilidad de impugnar en vía jurisdiccional contencioso-administrativa las resoluciones de la CNMV «siempre que, por tener una relación directa con su situación en cuanto titulares de los derechos inherentes a sus acciones, consideren que les son perjudiciales y, además, acrediten *prima facie* que el contenido de aquellas decisiones les puede causar un perjuicio patrimonial» (FJ 3).

Sin perjuicio de que, en este caso concreto, el Tribunal Supremo terminara considerando, a la vista de la fundamentación del recurso contencioso-administrativo planteado por el accionista recurrente, que la impugnación no estaba basada en un interés patrimonial por parte de aquel¹⁸, la sentencia ponía de manifiesto no solo la posibilidad de que las resoluciones dictadas en el procedimiento de autorización de las opas pudieran ser objeto de revisión en sede contencioso-administrativa, sino también la aptitud potencial de los accionistas, no en representación de la sociedad, sino de sus propios intereses en cuanto tales, para impugnar dichas actuaciones.

¹⁸ En contra de la sentencia se formuló un voto particular, que consideraba que la pretensión del recurrente de obtener un precio en metálico por sus acciones en vez de una permuta, era, aun sin apoyo legal, suficiente para admitir su legitimación de cara a la impugnación de la opa.

En posterior sentencia de 25 de noviembre de 2008 (RC 1931/2006, ECLI:ES:TS:2008:6569) la misma Sala reprodujo ese mismo criterio con ocasión del recurso planteado por una asociación de accionistas de otra entidad mercantil, TERRA NETWORKS, contra la resolución de la CNMV por la que había autorizado una opa dirigida a la adquisición de la totalidad de su capital social.

6.2. La cuestión, desde la perspectiva civil de la legitimación para impugnar los acuerdos de la sociedad a cuyo capital resultan adscritas las acciones.

En los casos que suscitan nuestra atención, la controversia se planteaba en relación con un producto financiero determinado, de características muy específicas. Por ello, resulta ilustrativo tener en cuenta la perspectiva mercantil del asunto, que ha sido abordada con destacable claridad expositiva por Javier García de Enterría (2022). Este autor razona que, en el ámbito societario, la posición del inversor en un *equity swap* no es un título apto para fundamentar la concurrencia de un interés legítimo en orden a la impugnación de los acuerdos de una sociedad mercantil¹⁹.

A dichos efectos, sostiene que el accionista es el único legitimado para ejercer los derechos que se derivan de tal condición. Así lo deduce del artículo 116.2 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC), en relación con el artículo 16.1 del TRLMV (vigente en el momento de la publicación del trabajo). En el supuesto que era objeto de su análisis, además, correspondería al accionista el derecho de impugnación en función de la envergadura de su participación en la empresa, superior al 1% del capital social, a tenor de lo dispuesto en el artículo 206.1 del TRLSC. Por el contrario, en cuanto al titular del producto financiero derivado, considera que debía primar su consideración de tercero ajeno a las relaciones societarias, al haber adquirido extrasocietariamente una

¹⁹ Más en particular, se refiere a un caso en el que se pretendía impugnar los acuerdos de una junta de accionistas sobre la renuncia a posibles acciones de responsabilidad contra consejeros que habían dimitido, el otorgamiento de garantías por la sociedad en el contexto de una operación de refinanciación de la deuda del grupo al que pertenecía y la autorización y dispensa de autocontratación y conflicto de interés en favor de los administradores para la suscripción de contratos relativos a la refinanciación.

exposición económica sobre las acciones, que no se debe confundir con el estatus propio de un accionista.

Como apoyo a su posición, aducía importantes consideraciones de índole práctica. Así, razonaba que, de admitirse la posibilidad de que el inversor impugnara por sí mismo los acuerdos sociales se produciría un perturbador desdoblamiento de la legitimación con previsibles consecuencias *absurdas* e *inconsistentes*. Lanzaba las siguientes preguntas al aire: ¿Qué hacer si discreparan en cuanto a la validez de los acuerdos impugnados? ¿Podrían ejercitar sendas acciones de impugnación por causas distintas? ¿Cabría llegar al extremo de que el inversor se alzara frente a decisiones de la compañía que hubieran contado con el voto favorable del accionista? Todavía más, ¿sería posible que interpusieran acciones contradictorias entre sí?

Desde un punto de vista cuantitativo, García de Enterría también advierte del peligro que supondría ampliar ilimitadamente la legitimación para impugnar los acuerdos sociales extramuros de la participación en el capital social. Admitir la tesis contraria -sustenta- podría conducir a permitir la reclamación de quien tomara el valor de las acciones como un simple referente, sin sustento en una titularidad real de la otra parte del contrato derivado, situación que se puede dar en las conocidas como cestas de valores, en los futuros, opciones...

Asimismo, argumentaba la posibilidad de que el inversor ejercitara acciones incluso en contra de los intereses del accionista, puesto que el negocio suscrito entre ambos podía suponer que a uno le interesara que el precio de las acciones subiera, y al otro que bajara.

6.3. Posicionamiento de la Sala Tercera del Tribunal Supremo.

En el caso analizado por las sentencias de la Sala Tercera del Tribunal Supremo de 3 de octubre de 2022 y de 7 de mayo de 2024, tampoco topamos con un accionista, sino ante una sociedad gestora de fondos de inversión extranjeros que se revolvía frente a la autorización de la opa por parte de la CNMV, así como frente a la decisión del regulador de excluir de negociación las acciones de Telepizza. Más en detalle, dicha

sociedad tenía contratados tres *equity swaps* con entidades de crédito, que eran quienes ostentaban la propiedad de las acciones. La singularidad de estos productos financieros residía en que se hallaban vinculados a las acciones que eran objeto de la opa. Esa interrelación venía dada, tal y como puso de manifiesto el Alto Tribunal (FJ 3 de la STS de 2022), por el hecho de que el contenido de las prestaciones de las partes, tanto en lo referido a las entregas periódicas como al valor de liquidación final, se vinculaba a la evolución del activo subyacente (importe de los dividendos y el valor de la acción en el momento de la liquidación del *swap*) o, como se dice en otro lugar, la suerte de las partes (el montante de sus prestaciones) quedaba al albur de la evolución de un valor de referencia (FJ 6).

La cuestión de interés casacional a la que se debía dar respuesta en ambos casos residía en determinar si los titulares de los *swaps* están legitimados para impugnar ante la jurisdicción contencioso-administrativa los respectivos acuerdos de la CNMV relacionados con la opa, cuando dichos activos estén vinculados a las acciones objeto de la operación²⁰.

A la hora de resolver la cuestión, la Sala de casación, sin negar la concurrencia de un interés de tipo económico en la sociedad mercantil recurrente, tomó en consideración dos razones principales, ambas de indudable peso, que se hacían constar en el fundamento de derecho sexto.

En primer lugar, la Sala Tercera tuvo en cuenta que la mercantil recurrente no era propietaria de las acciones y ni tan siquiera alegaba el haber pactado con sus propietarios un derecho a su adquisición: «no fue nunca titular de acciones de Telepizza, ni pretendía serlo, pues el contrato de swap no le daba acceso a la titularidad de las acciones en ninguna circunstancia», enfatiza la resolución judicial (FJ 3).

En segundo lugar, argumentan las sentencias que concitan nuestra atención que el interés económico de la recurrente en relación con la evolución del valor subyacente

²⁰ Así venía identificado tanto en los autos de la Sección Primera de la Sala Tercera de 10 de noviembre de 2021, RC 2953/2021, (ECLI:ES:TS:2021:14646A) y de 2 de septiembre de 2022, RC 3774/2022 (ECLI:ES:TS:2022:12535A).

(las acciones de Telepizza), que era reconocible por su condición de titular de los *equity swaps* y afectaba al resultado de su inversión, no derivaba de la relación jurídica entablada entre los tres elementos subjetivos intervinientes en la opa (la entidad que la formulaba, los accionistas a los que se dirigía y la CNMV), sino de un acuerdo privado, que era el contrato de permuta financiera suscrito por la entidad titular del producto derivado con tres entidades bancarias.

De estos dos motivos, las sentencias dictadas en sede casacional extrajeron la conclusión de que el carácter exógeno a la opa del interés económico de la parte recurrente impedía reconocer su legitimación activa «para impugnar una oferta pública de adquisición a la que no ha sido llamado, porque no le corresponde, por más que el resultado de dicha OPA pueda incidir en la inversión de la recurrente».

Finalmente, el comentado fundamento jurídico sexto apuntaba a una serie de efectos contraproducentes que hubiera implicado el haber fijado la doctrina contraria, es decir, un eventual reconocimiento de la legitimación activa de los titulares de los *swaps* para impugnar la opa: se desdoblaría el número de sujetos legitimados para recurrir, «propiciando posicionamientos contrapuestos, pues los accionistas y los titulares de *swaps* pueden tener intereses distintos y aun contrarios». En particular, reseñaba la posibilidad de que se produjera un falseamiento de la eventual relación de sintonía o de controversia entre los sujetos intervinientes en la opa, «pudiendo darse el caso de que una oferta pública adquisición aceptada por todos los accionistas, sus destinatarios naturales, fuera en cambio impugnada en vía judicial -y eventualmente anulada- por alguien a quien la OPA no va dirigida». Asimismo, llamaba la atención sobre el carácter multiplicador de las posibles disfunciones que se produciría en el caso de que el valor subyacente del *swap* no fuera un concreto título valor (supuesto que se planteaba ante la Sala), sino un grupo o conjunto de valores o un determinado índice bursátil: en tal caso, el reconocimiento de la legitimación activa del titular del contrato de permuta financiera le permitiría impugnar en vía judicial toda clase de incidencias o vicisitudes referidas a cualquiera de los valores integrantes del grupo o índice tomado como referencia.

En definitiva, en términos económicos o de inversión, se puede afirmar que, a raíz de estas dos sentencias del Tribunal Supremo, los contratos de permuta financiera, a

la incertidumbre económica propia de dicho negocio por su ligazón al devenir de otros productos de inversión, unen la de quedar a resultas de posibles operaciones societarias que desemboquen en ofertas públicas de adquisición, al carecer el inversor no accionista de la posibilidad de impugnar los acuerdos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

7. Reflexiones en torno a la doctrina fijada en sede casacional.

No cabe duda sobre la consistencia de la fundamentación jurídica contenida en las sentencias que concitan nuestro interés. Sin embargo, ello no evita realizar una serie de reflexiones que permitan su precisa ubicación en la doctrina sustentada con carácter general por el Tribunal Supremo con respecto a la legitimación activa de quien pretende impugnar una actuación administrativa, cuyas líneas generales han sido recordadas en un epígrafe previo de este trabajo.

Así, hemos referido anteriormente que la legitimación en el ámbito contencioso-administrativo viene dada no solo por el disfrute de un derecho vinculado al objeto del recurso, sino también por la ostentación de un interés legítimo. Son incontables las sentencias que, al definir este último concepto, admiten la posibilidad de que venga representado por un interés de tipo económico; de hecho, es un lugar común apelar a ello cuando se define el interés legítimo.

En alguna ocasión anterior, la negativa a reconocer legitimación activa a quienes ostentan un interés económico, recogida en ciertas sentencias de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional relativas a la impugnación por los titulares de especialidades farmacéuticas de resoluciones de autorización de la comercialización de preparados genéricos dictadas por la Agencia Española del Medicamento, recibió alguna crítica firme en el ámbito doctrinal (Medina Alcoz, 2019). Sin perjuicio de las diferencias que puedan existir entre estos supuestos y los que suscitan nuestro interés, resulta conveniente señalar los hitos fundamentales de aquella doctrina judicial. Con respecto a esta cuestión, la SAN de 26/12/2012 (RA 54/2012, ECLI:ES:AN:2012:5426) estableció que «los únicos intereses que se pueden presentar

son de índole económica y comercial, mientras que las resoluciones administrativas impugnadas vienen referidas a procedimientos de autorización de comercialización de medicamentos por parte de la Agencia que evalúan la idoneidad sanitaria del medicamento sobre la base de información técnica y administrativa recogida en el expediente de registro, de modo que los perjuicios aducidos tienen efecto jurídico privado ajeno a este orden jurisdiccional contencioso administrativo, que vendrán derivados en su caso y momento de la comercialización de los medicamentos genéricos, y que en la actualidad en criterio de esta Sala, confirmado por el Tribunal Supremo, tales efectos quedan postergados hasta la efectiva comercialización de los nuevos fármacos». En relación con este mismo objeto, la SAN de 10 de junio de 2009 (RA 168/2009, ECLI:ES:AN:2009:3012) concluyó que «el daño que el ejercicio de la potestad autorizatoria pudiere irrogar al titular de la especialidad de referencia -más allá del simple interés por la legalidad- ha de venir dado por los efectos jurídico-privados que se deriven de la autorización y comercialización de la especialidad genérica, lo que es cuestión ajena al pleito planteado».

En los supuestos examinados por el Alto Tribunal en las dos sentencias que nos interesan, ese interés económico se vinculaba al carácter derivado del instrumento financiero (su valor se condiciona o deriva del de otra actividad o parámetro financiero) y no era meramente hipotético, sino real, ya que la permuta financiera produce relaciones obligatorias diferenciadas de otros contratos (Juan Sanjosé, 2013). Más allá de su consideración teórica como un contrato aleatorio o conmutativo²¹, parece innegable el componente de aleatoriedad que define a la figura, en cuanto no se conoce la retribución que cada parte ha de abonar y, en el contexto de una actividad financiera, su marchamo especulativo resulta difícilmente cuestionable.

Esa afección económica puede tildarse, además, de relevante, por cuanto que, en el supuesto examinado en la STS de 3 de octubre de 2022, al plantearse la opa de exclusión, la sociedad de inversión recurrente, a través de diversos contratos de permuta financiera, ligaba su suerte a un paquete accionarial del 11,822% de Telepizza. No en vano, el Tribunal Supremo admite que «el precio de las acciones de Telepizza tenía un

²¹ Las líneas doctrinales al respecto están esbozadas en Juan Sanjosé (2013), págs. 14 a 17.

impacto en los instrumentos financieros que examinamos, en el sentido de que el inversor apostaba en función de la evolución del valor del subyacente» (FJ 3), así como dicho valor de referencia «iba a incidir en el resultado de su inversión» (FJ 6).

De ahí que, en nuestra opinión, uno de los aspectos fundamentales a los que debía dar respuesta el Tribunal Supremo en las sentencias que son objeto de comentario residía en cómo, reconocida la existencia de un interés económico en la sociedad recurrente, su concurrencia no determinaba el reconocimiento de un título de legitimación activa en su favor, cuando, según reiterados pronunciamientos previos del Alto Tribunal, lo uno conduce a lo otro.

Para explicar esta particularidad, como ya hemos visto, la Sala apeló al origen de ese interés económico, que no derivaba de la relación jurídica entablada entre los tres sujetos intervinientes en la opa (entidad que la formula, accionistas a los que se dirige la oferta de compra y la CNMV), sino de un acuerdo privado ajeno a aquella (el contrato de permuta financiera concertado entre la sociedad recurrente y tres entidades bancarias)²², lo cual, a los ojos de la sentencia de 3 de octubre de 2022, lo convierte en exógeno a la opa.

De esta forma, nos encontramos con una matización en la jurisprudencia de la Sala Tercera sobre la legitimación activa, en virtud del cual, el interés económico necesario para reconocerla habría de tener origen precisamente en la actuación administrativa impugnada y no en un negocio distinto al cual, por voluntad de las partes ajena a su contenido, se ligue dicho interés.

Ciertamente, la sentencia sale al paso de la posible interferencia de la actuación de terceros ajenos a dicho negocio jurídico en la suerte administrativa de la opa. Sin embargo, no puede sino ser destacada la singularidad que ello supone en el ámbito contencioso-administrativo, en el que, normalmente, el enfoque a la hora de valorar la legitimación activa se sitúa en los posibles efectos de la actuación administrativa sobre la situación de quien recurre. En este caso, aun no siendo una parte de la opa la sociedad

²² UBS, Deutsche Bank y Société Générale.

inversora, según el entendimiento de cuáles son los polos subjetivos de dicha figura que hemos reflejado en el epígrafe 3.1, lo cierto, y así lo reconocen las sentencias objeto de comentario, es que las decisiones de la CNMV afectaban a sus intereses patrimoniales.

A primera vista, podemos afirmar que, el ser ajeno a un contrato que forma parte del objeto de la controversia no es una circunstancia que, en todo caso, resulte impeditiva del reconocimiento de legitimación a una persona o entidad. El ejemplo más claro se relaciona con la materia de la contratación del sector público. Así, cuando una persona que ha tomado parte en una licitación impugna la modificación del contrato adjudicado a un tercero (que es la parte del contrato junto a la entidad contratante) por considerar que, por la entidad de dicha alteración de los términos inicialmente pactados, se debería haber procedido a una nueva licitación, el Tribunal Central de Recursos Contractuales, aplicando los criterios jurisprudenciales consolidados en torno al concepto de interés legítimo, le reconoce legitimación para impugnarla (Resolución del TACRC 436/2022, de 7 de abril de 2022)²³.

Tampoco parece constituir un argumento indiscutible el consistente en que, el reconocer la legitimación de una determinada persona o entidad para impugnar cierto acto (en este caso, los accionistas afectados directamente por la opa), impida de por sí atribuirlo a otras personas. Así la STS de 31 de enero de 2022, RC 2420/2019 (ECLI:ES:TS:2022:360), reconoce la legitimación tanto de una madre como de un padre para impugnar las resoluciones administrativas que establecen el tipo de educación que han recibir sus hijos con discapacidad mediante su adscripción a un centro de educación especial, así como la determinación del centro concreto al que debían asistir. En este caso, la discrepancia entre ambos progenitores no fue considerada

²³ En concreto, razona el órgano administrativo de resolución de recursos especiales en materia de contratación: «La entidad recurrente participó en la licitación del contrato objeto de este procedimiento, por lo que de resultar estimada su pretensión, si se acordase por este Tribunal la anulación de la modificación, debiendo el órgano de contratación proceder a iniciar una nueva licitación, en tal caso, la recurrente podría participar en dicha licitación y resultar adjudicataria del nuevo contrato que se adjudicase. Si bien el beneficio que obtendría el recurrente es de carácter hipotético, siendo el acto recurrido la modificación del contrato ya adjudicado, debe entenderse la legitimación en sentido amplio, ya que de otro modo, únicamente podría reconocerse legitimación a las partes del contrato, lo que frustraría el fin con el que ha sido concebido este recurso especial».

un óbice a su respectiva legitimación para recurrir, «pues tal circunstancia no altera el régimen jurídico sobre la legitimación en el orden contencioso-administrativo» (FJ 4).

En las sentencias que concitan nuestra atención, el Alto Tribunal, sin embargo, alude en su fundamentación a los efectos contraproducentes que produciría la duplicación de la legitimación para recurrir las decisiones administrativas adoptadas en torno a la opa, al señalar que, «[s]i se reconociera al titular de los swaps legitimación para impugnar la OPA dirigida a los accionistas de Telepizza se estaría desdoblando el número de sujetos legitimados para recurrir, propiciando posicionamientos contrapuestos, pues los accionistas y los titulares de swaps pueden tener intereses distintos y aun contrarios» (FJ 6). Se ha de entender, no obstante, que no es esa sola posible contraposición de intereses la que motiva en última instancia la negación de la legitimación *ad causam* de estos últimos, puesto que, como se acaba de decir, es una situación admitida en otras ocasiones, sino la de que una posible impugnación por esos terceros no destinatarios de la opa termine alterando, a través de su interferencia, el funcionamiento normal de esta figura. La sentencia va más allá y, anticipándose a situaciones que en el futuro se puedan dar, se plantea incluso lo que pasaría si el valor subyacente del *swap* fuera, no un título valor concreto, como ocurría en el supuesto examinado (acciones de Telepizza), sino un grupo o conjunto de valores o un determinado índice bursátil y, señala que, en ese hipotético supuesto, un eventual reconocimiento de legitimación activa a los titulares del *swap* les permitiría «impugnar en vía judicial toda clase de incidencias o vicisitudes referidas a cualquiera de los valores integrantes del grupo o índice tomado como referencia, por la sola razón de que pudiera resultar afectada su inversión, confiriendo así al titular del swap una suerte de legitimación universal, lo que de ninguna manera resulta aceptable» (FJ 6). La indiscutible sagacidad de este último argumento no impide que, en nuestra opinión, deba tenerse por secundario, toda vez que el antes comentado carácter casuístico de la legitimación activa según tan consolidada jurisprudencia, impone considerar como *ratio decidendi* exclusivamente a la fundamentación específicamente referida a las circunstancias concurrentes en la parte que había entablado el recurso contencioso-administrativo del que traía origen el recurso de casación.

También contiene la sentencia algunas referencias al riesgo asumido por los recurrentes al concertar los *swaps*, al hacerlos depender de la evolución de un determinado valor, en este caso de las acciones de Telepizza, con la incertidumbre y el consiguiente riesgo que ello comporta, destacando lo mucho que tiene este producto derivado de envite o apuesta. No obstante, igualmente cabe entender que se trata de apreciaciones que no resultaban determinantes de la negación de la legitimación activa del recurrente, afectando más bien a la relación obligacional entre las partes suscriptoras del *swap*. En dicho sentido, el carácter de apuesta es también consustancial a quien ha adquirido un décimo de un billete de lotería y no por ello se ha dejado de reconocer por el Tribunal Supremo la legitimación necesaria en quienes han reclamado judicialmente el cobro de los premios²⁴.

El Alto Tribunal, por otra parte, aunque, echando mano de la jurisprudencia anterior, recoge en sus sentencias una mención a la falta de reconocimiento en nuestro derecho de un título general de legitimación consistente en el mero interés en el cumplimiento de la legalidad al margen de los sectores en los que está prevista la acción popular, no incide en esta idea al resolver la cuestión controvertida.

Y es que, a nuestro juicio, aunque la falta de reconocimiento de esa legitimación generalizada y abstracta en nuestro derecho no pudiera coadyuvar en el caso concreto a reconocer a la sociedad mercantil recurrente la posibilidad de impugnar las decisiones adoptadas por la CNMV en torno a la opa, tampoco resultaba equiparable su situación con la de una persona que, en términos coloquiales, *pasaba por allí* y no encontraba otro ánimo en su accionar que el de colaborar en la observancia del ordenamiento jurídico por parte de las Administraciones públicas, situación propia de quien, sin ostentar un interés legítimo, ejerce la acción pública. Al titular del contrato de permuta financiera cuyas resultas aparecen vinculadas al devenir de las acciones de una determinada compañía le produce una afección la determinación de su precio en la opa, por más que ese interés pueda no ser considerado como suficientemente cualificado para amparar la interposición de un recurso frente a las decisiones de la CNMV. El solo

²⁴ En dicho sentido, la jurisprudencia de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Alto Tribunal relativa al cobro de participaciones perdidas o deterioradas. Ejemplo de ella es la STS de 20 de abril de 2001, RC 3425/1994, ECLI:ES:TS:2001:3249.

hecho de que, en las sentencias que son objeto de comentario, se le haya reconocido un interés económico relacionado con la opa, aunque surgido directamente de un negocio privado subyacente, cualifica su posición frente a la de otra persona o entidad completamente ajena a la operación.

No olvidemos, por otra parte, que, tal y como hemos advertido anteriormente, la legitimación activa compromete la materialización del derecho fundamental a la tutela judicial efectiva en su vertiente de acceso a la jurisdicción, reclamando una interpretación de los casos dudosos que esté en línea con el principio *pro actione*. A título meramente ejemplificativo, en la jurisprudencia moderna podemos encontrar manifestaciones de este designio en las sentencias de la Sala Tercera que admiten la legitimación de las empresas integrantes de una unión temporal constituida para concurrir a la adjudicación de un contrato administrativo para impugnar individualmente la incautación de garantías definitivas o la adjudicación del contrato (STS de 7/11/2023, RC 922/2021, ECLI:ES:TS:2023:4735), así como la de una empresa para participar en el procedimiento administrativo de solicitud de una marca de garantía iniciado por otra entidad (STS de 5/2/2018, RC 3770/2015, ECLI:ES:TS:2018:253)²⁵. Es por ello por lo que podría resultar conveniente que, desde el punto de vista doctrinal, se profundice sobre el posible encaje de la doctrina sentada por la Sala, cometido que afrontamos a continuación.

²⁵ La lectura de la fundamentación de esta última sentencia pone de manifiesto la interpretación favorable al acceso a la jurisdicción de la Sala Tercera: «Tal beneficio no pierde fuerza, al mero objeto de su personación en el procedimiento administrativo, por el hecho de que su plasmación se vaya a producir en el futuro, una vez que el procedimiento instado por Aidico tuviera un final favorable y que la recurrente solicitase y obtuviese dicho distintivo para sus productos ya certificados por Aidico. Pero eso es precisamente el interés y beneficio que la recurrente espera obtener de la obtención del distintivo de calidad por parte de la entidad certificadora, la posibilidad de que dicha entidad pueda no sólo certificar sus productos, como ya lo hace, sino que pueda obtener para ellos el referido distintivo. Así pues, entendemos que dicho interés, ciertamente proyectado a una situación futura pero razonable y no especulativa, es suficiente como para considerarlo comprendido en el apartado 1.c) del artículo 31 de la Ley reguladora del procedimiento administrativo (Ley 30/1992, de 26 de noviembre), que considera interesados en el procedimiento administrativo a “aquéllos cuyos intereses legítimos, individuales o colectivos, puedan resultar afectados por la resolución y se personen en el procedimiento en tanto no haya recaído resolución definitiva”. Así pues consideramos bastante para justificar su personación la expectativa de beneficiarse del distintivo de calidad solicitado por la entidad certificadora y el mayor prestigio de ésta al obtener el reconocimiento oficial de dicho distintivo, que resultaría aplicable, en su caso, a los productos de la recurrente certificados por la empresa titular del distintivo de calidad».

8. Algunos apuntes destinados a favorecer el encaje doctrinal del posicionamiento de la Sala Tercera.

Aun con cierto riesgo, puede establecerse la presunción de que ciertas características del contrato en que tuvo origen la disputa procesal pueden resultar algo chocantes para la mentalidad de un administrativista. Reparemos en dos aspectos.

El primero reside en la falta de regulación. No se trata solo de que la permuta financiera sea un contrato atípico, sino de que su alcance y contenido quedan a expensas de los acuerdos que libremente estipulen las partes. Es difícil que se dé una situación equiparable en el ámbito administrativo, que disciplina la actuación de la Administración mediante moldes regulatorios habitualmente estrictos.

En segundo término, llama la atención, no tanto la inexistencia de transparencia, pues esta ha de procurarse en general en los mercados financieros, sino la situación de desconocimiento sobre numerosos factores del negocio jurídico. En un tiempo en que la transparencia está asentada en su condición de principio aplicable al régimen jurídico de las Administraciones públicas, aquella falta de información puede suponer también un elemento chocante para la mentalidad del jurista habituado al contacto con el Derecho Administrativo.

Estas premisas, unidas a las razones, de mayor peso, relacionadas con la indeseable interferencia que la impugnación de las decisiones de la autoridad de control en relación con la opa produciría sobre la situación jurídica de sus destinatarios, pueden constituir una explicación al hecho de que el Tribunal Supremo haya negado la legitimación de quien ostenta un *interés económico* que puede verse afectado por determinada actuación administrativa. Si el *interés* es, según la primera acepción del Diccionario de la RAE, el provecho, utilidad o ganancia que nos reporta algo, resulta difícil conciliar que quien ostente uno de carácter económico (perteneciente a la «economía», que es el «conjunto de bienes y actividades que integran la riqueza de una colectividad o un individuo») no pueda resultar beneficiado a resultados del recurso o, cuando menos, procurar a través del mismo la evitación de una desventaja, que es la idea que fundamenta, según se ha dicho con anterioridad, la existencia de legitimación.

Luego, sin perjuicio de los consistentes motivos aducidos como *ratio decidendi* por la Excma. Sala, aparte de las razones de oportunidad que han señalado las sentencias objeto de comentario, quizás no esté de más buscar un sustento técnico añadido al posicionamiento que contienen.

Avanzando en dicho propósito, se puede considerar especialmente atendible una línea que podría permitir delimitar por qué a personas o entidades a las que la estimación de un recurso podría producir cierta interferencia en sus intereses patrimoniales, no se les concede legitimación para realizar determinada impugnación. Al respecto, Gómez Díaz (2014) ha defendido la necesidad de volver al concepto de interés directo como título ordinario de legitimación en lo contencioso-administrativo, al modo de lo previsto en la Ley de Jurisdicción Contencioso-Administrativa de 27 de diciembre de 1956 en su artículo 28.1.a), siendo un aspecto a determinar en función de las circunstancias del caso, la que pueda recaer en quien solo ostenta un interés indirecto en orden a la impugnación de un acto administrativo que solo le afecta de forma incidental²⁶. Sin necesidad de realizar un posicionamiento de carácter general sobre la cuestión apuntada por la referida autora, conviene destacar que, precisamente las dos sentencias del Tribunal Supremo que concitan nuestro interés, han ofrecido razones suficientes por las que, en este caso concreto, un interés indirecto no resultara atendible como título de legitimación para la formulación de la acción procesal.

Se puede añadir que una fundamentación de este tipo no constituiría una decisión aislada en la jurisprudencia reciente, que, en ciertas ocasiones, ha tendido a acotar la legitimación activa en consideración a la ajenidad de una determinada persona o entidad con respecto a la relación jurídica controvertida. Así, por ejemplo, en la sentencia de 25 de febrero de 2021, RC 3563/2019 (ECLI:ES:TS:2021:738), con doctrina concomitante con otras resoluciones previas de la misma Sala Tercera, se rechaza la existencia de interés legítimo para recurrir al «operador que no habiendo sido adjudicatario ni licitador del contrato/concesión, formula su pretensión fundamentada en el incumplimiento de la ejecución del mismo, puesto que aunque

²⁶ Págs. 187 y ss.

pueda argumentarse un interés legítimo actual y cierto y un perjuicio económico cuantificable producto de la integración tarifaria, el competidor sigue siendo un tercero en la relación entre administración y concesionario adjudicatario». En opinión de Padrós Reig (2021), posicionado en sentido crítico con esta línea jurisprudencial, en ella se tiende a equiparar el concepto de interés legítimo con el de derecho subjetivo.

También suscitó en su momento críticas doctrinales la exigencia de inmediatez entre la producción del acto y la anulación, en relación con la jurisprudencia que exigió, en orden a reconocer la existencia de un interés directo como título de legitimación procesal en el ámbito contencioso-administrativo, que el beneficio se produjera inmediatamente, a continuación del momento de la anulación del acto, y no de forma previsible en un momento posterior (Ortega Álvarez, 1977). Ese carácter inmediato, quizás, pudiera ser otro elemento a rescatar como argumento *a fortiori* a los sentados por el Tribunal Supremo en las dos sentencias que nos ocupan.

Otra posibilidad para encontrar un encaje doctrinal más preciso de las sentencias que dan motivo a este trabajo en la jurisprudencia previa de la Sala Tercera, hubiera podido consistir en la apelación a un presupuesto al que dicho órgano judicial suele hacer referencia cuando explica la noción de interés legítimo: la necesidad de que el interés de que se trate sea cualificado. Precisamente, había dejado señalado Javier García de Enterría (2022) que no reunía tal condición la posible impugnación de acuerdos sociales por el titular de un derivado, al no incidir sobre su posición en la compañía.

Otra perspectiva posible de la interpretación seguida por la Sala se podía haber relacionado con el ejercicio abusivo de la acción procesal, es decir, del recurso contencioso-administrativo. Retomando a dicho efecto el paralelismo con la situación mercantil, Javier García de Enterría (2022) señala que, en casos como el planteado, se debe restringir la legitimación impugnatoria de los actos de la sociedad a la que se refieren los títulos objeto del envite con el objeto de evitar un uso abusivo y con fines poco confesables de la acción procesal²⁷.

²⁷ Señala, además, que esta inquietud ha fundamentado la modificación de la legislación mercantil para negar legitimación impugnatoria a quienes ostenten un porcentaje ínfimo en el capital social.

Ciertamente, en el ámbito del Derecho Administrativo no resulta extraña la argumentación relativa al posible ejercicio abusivo de una acción procesal. Es precisamente esta inquietud la que ha determinado un importante ataque a la legitimación cuasi incondicionada que implica la acción pública, en el que ha destacado el maestro Tomás Ramón Fernández (2004)²⁸. La propia jurisprudencia ha incorporado este condicionante, y la legislación también ha acogido formas dulcificadas de la acción pública²⁹. La propia exigencia de que el interés que fundamente la interposición de un recurso sea *legítimo* parece evocar la necesidad de que se ajuste a un componente ético imprescindible. No cabe olvidar, al respecto, que toda atribución está afectada en su ejercicio por el límite de no constituir un abuso de derecho (art. 7.2 del Código Civil).

Finalmente, se podría haber considerado otro posible matiz: la diferenciación entre derechos e intereses y simples expectativas. Me parece que esta podría ser una línea a profundizar en posteriores ocasiones en los que se planteen situaciones equiparables: ¿cabe que una simple expectativa a que se produzcan determinados hechos en la vida de una sociedad, a que esta se administre de aquella u otra manera o incluso a que la CNMV ejerza sus funciones en determinado sentido ante cierta situación, auspicie una intromisión en los actos que le afectan por parte de un tercero? La limitación de este trabajo no permite más que dejar apuntada esta distinción.

No cabe obviar, finalmente, algunas dudas que se mantienen habida cuenta del limitado objeto de las dos sentencias que nos han ocupado, centradas en fijar el interés objeto casacional que venía fijado por la Sección de admisión del Alto Tribunal. Una de ellas reside en el interrogante sobre lo que hubiera pasado si la sociedad recurrente, aun no siendo propietaria de las acciones, hubiera pactado con las entidades de crédito que sí lo eran un derecho a su adquisición. La doctrina fijada en interés casacional, en línea con los límites marcados por el Auto de 10 de noviembre de 2011, se limita a negar la legitimación del titular de un *swap* cuando este se liquida en efectivo y no da acceso a la titularidad de las acciones. Ello no permite por sí mismo afirmar que, en caso contrario,

²⁸ Pág. 260.

²⁹ Ley 27/2006, de 18 de julio, por la que se regulan los derechos de acceso a la información, de participación pública y de acceso a la justicia en materia de medio ambiente, en sus artículos 22 y 23.

es decir, cuando sí concurra la posibilidad de adquirirlas, la respuesta de la Sala hubiera sido necesariamente favorable a admitir la legitimación de los titulares de las permutas financieras, pero sí obliga a poner de manifiesto que la doctrina fijada por el Tribunal Supremo no milita en contra de los intereses de quienes ostenten productos financieros caracterizados por la condición de permitir el acceso a la titularidad de las acciones. El propio carácter de los *swaps* OT como instrumentos jurídicos en que predomina la voluntad compositiva de las partes permite admitir la posibilidad de situaciones variopintas en cuanto a la forma en que esté previsto dicho acceso.

La perspectiva subjetiva parece ser, por otra parte, más variopinta de lo que la cuestión planteada al Tribunal Supremo permite atisbar. Aun no siendo parte en las opas, no cabe desconocer la posible existencia de otras figuras que vaguen en torno a ella. Es el caso del avalista de la entidad que presenta la opa o de la propia sociedad afectada, que, en las ofertas competidoras, puede haber pactado el cobro de una comisión con el primer oferente para el caso de que su oferta no prospere (pacto *break-up fee*).³⁰

Es de esperar que, de plantearse esas u otras cuestiones, el habitual magisterio del Alto Tribunal nos vuelva a servir de iluminación.

Bibliografía

AGUILAR GARCÍA, MANUEL, 2021, «La evolución del mercado de derivados OTC desde la óptica de la transparencia», en URÍA FERNÁNDEZ, FRANCISCO, Coord., «*La regulación del mercado de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*», La Ley.

CHAMORRO DOMÍNGUEZ, MARÍA CONCEPCIÓN, 2011, «Las ofertas públicas de adquisición competidoras», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Monografía n.º 8.

³⁰ CHAMORRO DOMÍNGUEZ (2011), págs. 99 y ss.

CUENA CASAS, MATILDE, 2022, «Supervisión de conducta y protección del usuario de servicios financieros en el nuevo entorno tecnológico. Propuestas de mejora», Diario La Ley n.º 9999.

GARCÍA DE ENTERRÍA, JAVIER, 2022, «Sobre la legitimación del titular de un derivado sobre acciones para la impugnación de acuerdo sociales», Revista de Derecho de Sociedades n.º 64.

GÓMEZ DÍAZ, ANA BELÉN, 2014, «*La legitimación en el proceso contencioso-administrativo*», Iustel.

JUAN SANJOSE, RAFAEL JUAN, 2013, «Los contratos de permuta financiera (swaps)», Revista Jurídica de la Comunidad Valenciana, n.º 46, págs. 5 a 39.

MEDINA ALCOZ, LUIS, 2019, «El derecho a la acción en el contencioso-administrativo español», P. A. Persona e amministrazione, 2020.

ORTEGA ÁLVAREZ, LUIS, 1977, «*La inmediatividad del interés directo en la legitimación contencioso-administrativa*», Revista de Administración Pública, n.º 82.

PADRÓS REIG, CARLOS, 2021, «La legitimación procesal del empresario competidor en el proceso contencioso-administrativo impugnatorio de contrataciones públicas», Revista General de Derecho Administrativo, n.º 58.

RAMOS MUÑOZ, DAVID; CERRATO GARCÍA, ELIA, y BOSQUE ARGACHAL, CARLOS, 2022, «*Responsabilidad de los supervisores financieros y las autoridades de resolución en España*», REDA n.º 221, págs. 109 a 154.

RODRÍGUEZ PELLITERO, JAVIER, 2021, «La Comisión Nacional del Mercado de Valores», en URÍA FERNÁNDEZ, FRANCISCO, Coord., «*La regulación del mercado de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*», La Ley.

TOMÁS RAMÓN FERNÁNDEZ, 2004, «*Manual de Derecho Urbanístico*», El Consultor de los Ayuntamientos y de los Juzgados, 17.ª Ed.

VIVES RUIZ, FERNANDO, 2006, «Ofertas públicas de adquisición de valores: elementos, procedimiento y desarrollo; ofertas competidoras», en «*La sociedad*

cotizada», VIVES RUIZ, FERNANDO, y PÉREZ ARDA CRIADO, JAVIER, Marcial Pons.