

**De las «acciones de oro» como técnica jurídico-societaria de defensa frente a la formulación de una oferta pública de adquisición, al hilo de la sentencia del Tribunal de Justicia Europeo de 23 de octubre de 2007-Comisión/Alemania (Asunto C-112/2005)**

---

**M.<sup>a</sup> de la Concepción Chamorro Domínguez**

*Profesora Titular Interina de Derecho Mercantil*

*Universidad Rey Juan Carlos de Madrid*

---

**S u m a r i o**

- I. *Introducción*
  - 1. *Hechos*
  - 2. *Procedimiento administrativo previo*
- II. *Alegaciones de parte del Gobierno alemán en el asunto Comisión/Alemania C-112/2005 y fundamentación seguida por el TJCE sobre la infracción del art. 56 Tratado CE*
  - 1. *La normativa comunitaria infringida y los preceptos de la «Ley Volkswagen» discutidos*
  - 2. *Alegaciones del Gobierno alemán*
  - 3. *Apreciaciones del TJCE*
- III. *La doctrina de las «acciones de oro» en la jurisprudencia del TJCE*
  - 1. *Origen de las «acciones de oro»*
  - 2. *La posición de los Estados miembros y del Parlamento Europeo ante los argumentos de la Comisión Europea en contra de las «acciones de oro»*
  - 3. *La doctrina del TJCE sobre las «acciones de oro»*

## I. Introducción

### 1. Hechos

El 23 de octubre de 2007 el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (en adelante TJCE) se pronunció definitivamente sobre la *Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand* de 21 de julio de 1960 (Ley sobre la transferencia de las participaciones sociales de la sociedad de responsabilidad limitada Volkswagenwerk), más conocida como «*Volkswagen Gesetz*»-«Ley-Volkswagen» (en adelante Ley-VW)<sup>(1)</sup>; declarando que la combinación de algunos de sus preceptos constituyen una restricción a los movimientos de capitales en el sentido del art. 56.1 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea (en adelante Tratado CE)<sup>(2)</sup>. Con carácter previo al tratamiento del contenido del fallo jurisprudencial, resulta conveniente mencionar las razones de política jurídica que fundamentan la existencia en Alemania de una ley como la Ley VW, las cuales deben ser entendidas teniendo en cuenta el trasfondo histórico que subyace a dicha norma, cuya motivación viene ligada a la fundación de la que posteriormente pasaría a denominarse Volkswagen AG (en adelante VW)<sup>(3)</sup>. En efecto, esta norma surgió como resultado de las negociaciones que tuvieron lugar tras la reanudación de la actividad de la factoría situada en el *Land* Baja Sajonia encargada de la fabricación del denominado «coche del pueblo» (*Volkswagen*), una vez finalizada la Segunda Guerra Mundial. El auge dinámico que experimentó entonces el negocio propició que desde diversos frentes quisiera reclamarse su propiedad; así, se vieron enfrentados los intereses tanto de los trabajadores, del *Bund* (Estado federal alemán), del *Land* Baja Sajonia, de los sindicatos e incluso de los ahorradores que habían contribuido a financiar la empresa y no habían recibido nada a cambio, disputándose todos ellos la titularidad y los derechos sobre VW<sup>(4)</sup>. Como solución conciliadora a las tensiones surgidas y tras arduas negociaciones, se alcanzó un compromiso bajo la forma de un convenio de regulación de las relaciones jurídicas en la sociedad Volkswagen GmbH, firmado el 12 de noviembre de 1959 entre el *Bund* y el *Land* Baja Sajonia, el cual tenía como objeto proteger a la sociedad y otorgar una primacía en la gestión de la misma al *Bund* y al *Land*<sup>(5)</sup>. De acuerdo con ello se planificó

---

(1) *Bundesgesetzblatt* [Boletín oficial federal, en adelante «BGBl.»] I, pág. 585, y BGBl. III, pág. 641-1-1. La Ley VW fue modificada el 6 de septiembre de 1965 (BGBl. I, pág. 461) y el 31 de julio de 1970 (BGBl. I, pág. 1149).

(2) La sentencia del TJCE de 23 de octubre de 2007, Comisión/Alemania, en el asunto C-112/05 (en adelante citada como sentencia TJCE de 23 de octubre de 2007) puede ser consultada en <http://curia.europa.eu>

(3) Así lo expone el Gobierno alemán en la contestación al recurso interpuesto por la Comisión y en su respuesta de 20 de junio de 2003 al escrito de requerimiento de la Comisión Europea de 20 de marzo de 2003. *Vid.* <http://www.bmj.bund.de>, sección de «Pressemitteilungen» (comunicaciones de prensa). Pueden verse también las conclusiones generales ofrecidas por el abogado general del Caso C-112/05, Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, presentadas el 13 de febrero de 2007 en <http://curia.europa.eu> (en adelante citadas como Conclusiones Ruiz-Jarabo Colomer —Caso Ley VW—). Sobre las mismas *vid.* REICH, N., «Kurzbesprechung der Schlussanträge von Generalanwalt Dámaso Ruiz-Colomer v. 13.2.2007 in der Rs. C-112/05 —Kommission/Bundesrepublik Deutschland betreffend das VWGesetz (VWG)», *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (EuZW)*, 2007, págs. 132 y ss. Nos remitimos así mismo a lo ya expuesto por nosotros en «Sentencia del Tribunal de Justicia Europeo en relación con las limitaciones a la libertad de movimiento de capitales contenidas en la «Ley-Volkswagen», publicado en la RdS 29, 2007 (en prensa).

(4) *Vid.* Conclusiones Ruiz-Jarabo Colomer, Caso Ley VW.

(5) El convenio llevó por nombre «*Vertrag über die Regelung der Rechtsverhältnisse bei der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung und über die Einrichtung einer Stiftung Volkswagenwerk*» (Convenio sobre la regulación de las relaciones jurídicas en la sociedad Volkswagen GmbH y sobre la constitución de una Fundación Volkswagenwerk).

una primera fase en la que se llevaría a cabo la transferencia de todas las participaciones sociales de la sociedad, que entonces revestía la forma de sociedad de responsabilidad limitada, al *Bund*<sup>(6)</sup>; tras ello, en una segunda fase, la sociedad se transformó en sociedad anónima, repartiéndose el 60% de las acciones entre personas privadas y el resto en paquetes accionariales del 20%, a las dos entidades de derecho público implicadas, el *Bund* y el *Land* Baja Sajonia<sup>(7)</sup>. Cuando el 6 de julio de 1960 se aprobaron los estatutos de la sociedad anónima Volkswagen, los mismos fueron incorporados a la Ley VW con el resto del acuerdo, insertándose, entre otras, dos cláusulas que disponían la elevación de la mayoría cualificada para la adopción de determinados acuerdos sociales del 75% a más del 80%<sup>(8)</sup> y la limitación del ejercicio de los derechos de voto al 20% del capital<sup>(9)</sup>; además, se concedía al *Bund* y al *Land* Baja Sajonia la facultad de designar, cada uno, dos miembros del Consejo de Vigilancia, mientras sean accionistas de la sociedad<sup>(10)</sup>. Estos tres elementos en particular suscitaron la oposición por parte de la Comisión Europea, institución que considera que los mismos constituyen una vulneración de los arts. 56 y 43 del Tratado CE sobre el libre movimiento de capitales y la libertad de establecimiento. En este sentido la Comisión alega fundamentalmente que las disposiciones controvertidas de la Ley VW pueden disuadir de realizar inversiones directas y, por consiguiente, constituyen restricciones a la libre circulación de capitales; en primer lugar, al limitar, como excepción al Derecho común, el derecho de voto de los accionistas al 20% del capital social de VW; en segundo lugar, al exigir una mayoría de más del 80% del capital representado para que la Junta general de accionistas adopte decisiones que, según el Derecho común, solo requieren una mayoría del 75%, y, en tercer lugar, al permitir, como excepción al Derecho común, que el *Bund* y el *Land* Baja Sajonia designe, cada uno de ellos, dos representantes en el Consejo de Vigilancia de dicha sociedad<sup>(11)</sup>.

## 2. Procedimiento administrativo previo

Con el fin de remover la normativa vulneradora de los preceptos del Tratado CE, la Comisión Europea inició un procedimiento administrativo previo contra el Gobierno alemán a través de una carta de

---

<sup>(6)</sup> A través de la *Gesetz über die Regelung der Rechtsverhältnisse der Volkswagenwerk GmbH* (Ley de regulación de las relaciones jurídicas de la empresa Volkswagenwerk GmbH), BGBl.I, pág. 301.

<sup>(7)</sup> Ello se realizó a través de la Ley VW.

<sup>(8)</sup> En el § 4.3 Ley VW se aumenta a más de cuatro quintos (80%) del capital social el quórum necesario para adoptar acuerdos de la Junta General que, conforme a la AktG, precisen un voto favorable de, al menos, tres cuartos (75%).

<sup>(9)</sup> En este sentido el apartado 1 del § 2 Ley VW establece que si un accionista posee acciones cuya cuantía nominal supere la quinta parte del capital social, su derecho de voto se verá limitado al número de votos que correspondan a una cuantía nominal de acciones equivalente a la quinta parte del capital social. Es decir, que a pesar de que un accionista posea acciones equivalentes a más del 20% del capital social, sólo podrá ejercer el derecho de voto correspondiente a ese 20%. Los apartados 2 y 3 del § 2 Ley VW se ocupan por su parte de ofrecer las reglas para el cómputo de las acciones de cada titular. En congruencia con lo dispuesto por el § 2.1 Ley VW el § 3.5 Ley VW establece que en la Junta General nadie podrá ejercer el derecho de voto correspondiente a más de una quinta parte del capital social.

<sup>(10)</sup> El § 4 Ley VW, bajo la rúbrica «organización de la sociedad», regulaba este específico derecho de designación de miembros del Consejo de Vigilancia.

<sup>(11)</sup> *Vid.* KILIAN, W., «VW-Gesetz und Wissenschaftsförderung», *NJW*, 2002, págs. 3599 y ss.; *idem*, «Vom sinkenden Wert der «Goldenen Aktien», *NJW*, 2003, pág. 2653 y ss; SPINDLER, G., «Deutsches Gesellschaftsrecht in der Zange zwischen Inspire Art und Golden Shares», *RIW*, 2003, págs. 850 y ss; SCHMELZER, A., *Prüfung der kapitalverkehrsbeschränkenden Wirkung des VW-Gesetzes anhand europäischer Rechtsetzung und Rechtsprechung*, 2004, eBook disponible en <http://www.diplom.de/db/diplomarbeiten8596.pdf>, págs. 37 y ss.

emplazamiento enviada el 19 de marzo de 2003, a la que el Estado miembro respondió el 20 de junio del mismo año<sup>(12)</sup>. Dado que las explicaciones ofrecidas por el Gobierno alemán no convencieron a la Comisión Europea, esta institución reiteró su petición a través de la emisión de un dictamen motivado fechado el 1 de abril de 2004, lo que corresponde a la segunda fase del procedimiento por incumplimiento de conformidad con el art. 226 del Tratado CE<sup>(13)</sup>, invitando al Estado alemán a que promulgara las medidas adecuadas para derogar o modificar la ley controvertida en un plazo de dos meses, contados a partir de la recepción del mencionado dictamen. Las autoridades alemanas formularon observaciones en un escrito de 12 de julio de 2004, confirmando su parecer de que la Ley VW no infringe los preceptos del Tratado CE, por lo que no procedía su reforma, solicitándose por el contrario el archivo del procedimiento por estimar infundada la imputación de incumplimiento. En consecuencia, dado que no se adoptaron las medidas necesarias para poner fin a la infracción de Derecho comunitario en el plazo de dos meses contados a partir de la recepción del dictamen motivado de 1 de abril de 2004, la Comisión dio el paso siguiente remitiendo el caso al TJCE. En efecto, al 4 de marzo de 2005 la Comisión Europea interpuso ante el TJCE un recurso contra la República Federal de Alemania (Asunto C-112/2005) (2005/C 143/22)<sup>(14)</sup>, solicitando se declarara que el § 2, apartado 1, y el § 4, apartados 1 y 3, de la Ley VW infringen los arts. 43 y 56 Tratado CE. Cabe advertir que aunque la Comisión Europea invocó la infracción del art. 43 Tratado CE, ciñó su demanda a la infracción de la libre circulación de capitales *ex art. 56 Tratado CE*, en consonancia con el tratamiento dispensado por la jurisprudencia a los asuntos relativos a las «acciones de oro» («golden shares»), según la cual las mismas constituyen una medida estatal que concede derechos especiales a un Estado, siendo en este supuesto los beneficiados el *Bund* y el *Land* Baja Sajonia<sup>(15)</sup>. El Gobierno alemán depositó su

---

<sup>(12)</sup> Sobre el inicio del procedimiento *vid.* SCHMELZER, A., *Prüfung der kapitalverkehrsbeschränkenden Wirkung des VW-Gesetzes anhand europäischer Rechtsetzung und Rechtsprechung*, *cit.*, págs. 41 y ss.

<sup>(13)</sup> El art. 226 Tratado CE establece que si la Comisión estimare que un Estado miembro ha incumplido una de las obligaciones que le incumben en virtud del presente Tratado, emitirá un dictamen motivado al respecto, después de haber ofrecido a dicho Estado la posibilidad de presentar sus observaciones. Si el Estado de que se trate no se atuviere a este dictamen en el plazo determinado por la Comisión, ésta podrá recurrir al Tribunal de Justicia.

<sup>(14)</sup> *Vid.* Asunto (C-112/05), disponible en <http://eur-lex.europa.eu> *Vid.* también European Commission. IP/03/410. «Free movement of capital: Commission asks Germany to justify its Volkswagen law», disponible en <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?&language=EN&reference=IP/03/410> (15 de marzo de 2005).

<sup>(15)</sup> A este respecto cabe mencionar que la opinión del abogado general Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer ofrecida en las conclusiones generales del caso, consideraba que «el ámbito natural e idóneo para el análisis de las restricciones varias que se encubren, harto imprecisamente, bajo el denominativo “acciones de oro”, es el de la libertad de establecimiento, pues el Estado miembro encausado suele aspirar a controlar, utilizando facultades de intervención en la configuración de la estructura accionarial, la formación de la voluntad social de las entidades privatizadas (interviniendo en la composición accionarial o en actos concretos de administración), extremo que pocas concomitancias guarda con el libre flujo de capitales». Sin embargo, añade el mismo, «tales facultades pueden incidir en el derecho de libre establecimiento, haciéndolo menos interesante, tanto de modo directo, cuando versan sobre el acceso al capital social, como indirecto, cuando reducen su atractivo al restringir la capacidad de disposición o de gestión de los órganos sociales. En contra de lo que declaró el Tribunal de Justicia, insisto en que el obstáculo a la libertad de circulación de capitales resultante reviste carácter subsidiario, no necesario. Ya he señalado que esa aseveración es cierta en lo concerniente a las medidas que afectan a la composición del accionariado, pero lo es aún más en cuanto a las que limitan la adopción de acuerdos sociales (cambio de objeto de la empresa, enajenación de activos), como las impugnadas en el caso de autos, tornándose hipotético o muy tenue el vínculo con la libre circulación de capitales». *Vid.* Conclusiones, Ruiz-Jarabo Colomer, Caso Ley VW (apartados 58 y 59). A pesar de ello, el TJCE ha continuado su línea jurisprudencial que enmarca las «acciones de oro» como vulneración del art. 56 Tratado CE regulador del libre movimiento de capitales. Sobre la doctrina del TJCE acerca de las «acciones de oro», *vid.* apartado 3.3.

contestación a la demanda el 25 de mayo de 2005, pretendiendo en la misma obtener la desestimación del recurso por infundado y solicitando la imposición de costas a la Comisión Europea<sup>(16)</sup>. Tras la vista, celebrada el 12 de diciembre de 2006, en la que representantes de la República Federal de Alemania y de la Comisión Europea expusieron verbalmente sus opiniones, y una vez presentadas el 13 de febrero de 2007 las conclusiones aportadas por el abogado general del caso, Dámaso RUIZ-JARABO COLOMER<sup>(17)</sup>, el TJCE (Gran Sala) dictó sentencia el 23 de octubre de 2007 declarando que la combinación de los §§ 2.1 y 4.3 Ley VW, así como el § 4.1 Ley VW, constituyen una restricción a los movimientos de capitales en el sentido del art. 56.1 Tratado CE.

A continuación se expondrán los principales argumentos esgrimidos por las partes en el asunto Comisión/Alemania C-112/2005 (*vid.* apartado 2) y se prestará especial atención a la doctrina de las «acciones de oro» emanada del TJCE, aludiendo a su origen como fórmula proteccionista de determinados sectores estratégicos en diversos Estados de la Unión Europea, a la posición mantenida por los Estados miembros al respecto, a la opinión del Parlamento Europeo y a las razones de oposición por parte de la Comisión Europea, para finalizar con la síntesis de la tesis jurisprudencial mantenida por el TJCE a propósito de las «acciones de oro» (*vid.* apartado 3).

## **II. Alegaciones de parte del gobierno alemán en el asunto Comisión/Alemania C-112/2005 y fundamentación seguida por el TJCE sobre la infracción del art. 56 Tratado CE**

### **1. La normativa comunitaria infringida y los preceptos de la «Ley Volkswagen» discutidos**

Las dificultades de la Comisión Europea en relación con algunos de los preceptos contenidos en la Ley VW tienen que ver principalmente con la incompatibilidad surgida entre las previsiones del Tratado CE y algunas legislaciones de los Estados miembros en las que se reservaban —o aún se reservan— facultades exorbitantes al poder público dentro de empresas privadas, instrumentalizadas a través de las denominadas «acciones de oro»<sup>(18)</sup>. Desde la óptica del Derecho comunitario, las normas nacionales cuya validez impugna la Comisión en el caso de la Ley VW son examinadas a la luz de dos de las libertades fundamentales del Tratado CE, la libre circulación de capitales y el derecho de establecimiento. Respecto de la libertad de circulación de capitales, el art. 56.1 Tratado CE prohíbe todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros y entre Estados miembros y terceros países; en cuanto a la libertad de establecimiento, a tenor del primer párrafo del art. 43 Tratado CE se establece que quedarán prohibidas las restricciones a la libertad de establecimiento de los nacionales de un Estado miembro en el territorio de otro Estado miembro, extendiéndose dicha prohibición igualmente a las

---

<sup>(16)</sup> *Vid.* <http://www.bmj.bund.de>, sección de Pressemitteilungen (comunicaciones de prensa).

<sup>(17)</sup> *Vid.* Conclusiones, Ruiz-Jarabo Colomer, Caso Ley VW, *cit.*

<sup>(18)</sup> Se considera que las denominadas «acciones de oro» constituyen una vulneración de la libertad de establecimiento y de movimiento de capitales, pues el Estado miembro que las posee suele aspirar a controlar, utilizando facultades de intervención en la configuración de la estructura accionarial, la formación de la voluntad social de las entidades privatizadas, interviniendo en la composición accionarial o en actos concretos de administración. Al respecto puede verse apartado 3.1.

restricciones relativas a la apertura de agencias, sucursales o filiales por los nacionales de un Estado miembro establecidos en el territorio de otro Estado miembro<sup>(19)</sup>.

En relación con los movimientos de capitales, la Directiva 88/361/CEE, del Consejo, de 24 de junio de 1988, para la aplicación del art. 67 del Tratado CE<sup>(20)</sup>, contiene además en su anexo I una nomenclatura para clasificar dichos movimientos, recogiendo, especialmente, las participaciones en empresas nuevas o existentes para crear o mantener vínculos económicos duraderos entre el proveedor de fondos y la empresa a la que se destinan dichos fondos para el ejercicio de una actividad económica (inversiones directas)<sup>(21)</sup>, y la adquisición por parte de no residentes de títulos nacionales negociados en bolsa (inversiones de cartera)<sup>(22)</sup>. Por lo que respecta a las participaciones en empresas nuevas o existentes, el objetivo de crear o mantener vínculos económicos duraderos presupone que las acciones que posee el accionista le ofrecen la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad<sup>(23)</sup>. En relación con esta forma de inversiones, el TJCE ha precisado que deben calificarse como «restricciones» en el sentido del art. 56.1 Tratado CE, las medidas nacionales que puedan impedir o limitar la adquisición de acciones en las empresas afectadas, o disuadir a los inversores de los demás Estados miembros de invertir en el capital de éstas<sup>(24)</sup>.

<sup>(19)</sup> Con relación a la libertad de movimientos de capitales entre los Estados miembros de la Unión Europea, *vid.* sentencia de 28 de septiembre de 2006, Comisión/Países Bajos, C-282/04 y C-283/04, Rec. p. I-9141, apartado 18 y la jurisprudencia allí citada. Por otra parte, según reiterada jurisprudencia, están comprendidas dentro del ámbito de aplicación material de las disposiciones del Tratado CE relativas a la libertad de establecimiento las disposiciones nacionales que son de aplicación a la posesión, por un nacional del Estado miembro de que se trate, de una participación en el capital de una sociedad establecida en otro Estado miembro que le confiere una influencia real en las decisiones de dicha sociedad y le permite determinar las actividades de ésta. *Vid.*, en particular, las sentencias de 13 de abril de 2000, Baars, C-251/98, Rec. p. I-2787, apartado 22; de 12 de septiembre de 2006, Cadbury Schweppes y Cadbury Schweppes Overseas, C-196/04, Rec. p. I-7995, apartado 31, y de 13 de marzo de 2007, Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation, C-524/04, Rec. p. I-0000, apartado 27). En conexión con ello, en su decisión de 5 de noviembre de 2002 («Überseering», asunto C-208/00), el TJCE señaló que, por regla general, la adquisición de acciones de una empresa constituida y establecida en otro Estado miembro se regula por las disposiciones del Tratado sobre libre circulación de capitales, y en aquellos casos en que la titularidad de acciones confiere una influencia categórica sobre las decisiones de la empresa y permite a los accionistas determinar sus actividades, rigen las disposiciones del Tratado CE sobre la libertad de establecimiento (art. 43 Tratado CE). *Vid.* ARMBRÜSTER, C., «“Golden Shares” und die Grundfreiheiten des EG-Vertrages», *JuS* 2003, págs. 224 y ss.; KLEINSCHMIT, F., *Deutsches Volkswagengesetz und Europäische Kapitalverkehrsfreiheit*, Göttingen, 2004; BAYER, W., «Zulässige und unzulässige Einschränkungen der europäischen Grundfreiheiten im Gesellschaftsrecht» *BB*, 2002, págs. 2289 y ss.; WELLIGE, K., «Weg mit dem VW-Gesetz», *EuZW*, 2003, págs. 427 y ss.; KILIAN, W., «Verstößt das VW-Gesetz gegen die Kapitalverkehrsfreiheit?», *NJW*, 2007, págs. 1508 y ss.; MÖSLEIN, F., «Kapitalverkehrsfreiheit und Gesellschaftsrecht», *ZIP*, 2007, págs. 208 y ss.; OECHSLER, J., «Erlaubte Gestaltungen im Anwendungsbereich des Art. 56 I EG», *NZG*, 2007, págs. 161 y ss. En general sobre las libertades consagradas en el Tratado CE, *vid.* BARNARD, C., *The Substantive Law of the EU: The Four Freedoms*, Oxford, 2004, pág. 478.

<sup>(20)</sup> *Diario Oficial* L 178, pág. 5.

<sup>(21)</sup> *Vid.* al respecto las sentencias de 12 de diciembre de 2006, Test Claimants in the FII Group Litigation, C-446/04, Rec. p. I-11753, apartados 179 a 181, y de 24 de mayo de 2007, Holböck, C-157/05, Rec. p. I-0000, apartados 33 y 34.

<sup>(22)</sup> Puntos I.2. y III.A.1 del citado anexo.

<sup>(23)</sup> *Vid.* sentencias Test Claimants in the FII Group Litigation, apartado 182, y Holböck, apartado 35; véanse asimismo las sentencias de 4 de junio de 2002, Comisión/Portugal, C-367/98, Rec. p. I-4731, apartado 38; Comisión/Francia, C-483/99, Rec. p. I-4781, apartado 37; Comisión/Bélgica, C-503/99, Rec. p. I-4809, apartado 38; de 13 de mayo de 2003, Comisión/España, C-463/00, Rec. p. I-4581, apartado 53; Comisión/Reino Unido, C-98/01, Rec. p. I-4641, apartado 40; de 2 de junio de 2005, Comisión/Italia, C-174/04, Rec. p. I-4933, apartado 28, y Comisión/Países Bajos.

<sup>(24)</sup> *Vid.* las sentencias antes citadas Comisión/Portugal, apartado 45; Comisión/Francia, apartado 41; Comisión/España, apartado 61; Comisión/Reino Unido, apartado 47; Comisión/Italia, apartados 30 y 31, y Comisión/Países Bajos, apartado 20.

En este sentido, la regulación de la libertad de movimientos de capitales tiene por finalidad no solamente evitar la discriminación de los operadores extranjeros frente a los nacionales, sino que también comprende todas las medidas que restringen en alguna forma el ejercicio de la libre circulación de capitales. Según las apreciaciones del TJCE en relación con la prohibición de restricciones establecida en el art. 56 Tratado CE, la limitación del derecho de voto impuesta por el Estado alemán mediante la Ley VW en el § 2.1 Ley VW constituye una restricción indirecta a la adquisición de empresas pues es un elemento relevante de disuasión de los inversores de otros Estados miembros que tuvieran interés en adquirir acciones e invertir capital en VW, o en participar de manera eficaz en las decisiones de gestión de la sociedad. A su vez, con su paquete de acciones, el *Land* Baja Sajonia —debe advertirse que el *Bund* se deshizo de su 20% de acciones— alcanza en las Juntas Generales de accionistas, en las que normalmente no está representada la totalidad del capital con derecho a voto, el 20% requerido para bloquear cualquier decisión que necesite una mayoría de más del 80% del capital representado (§ 4.3 Ley VW). Junto a ello, el derecho de designar miembros del Consejo de Vigilancia por parte del *Bund* y del *Land* Baja Sajonia regulado en el § 4.1 Ley VW implica una limitación a la gestión y al control independiente de la sociedad.

En efecto, el conjunto de disposiciones controvertidas de la Ley VW (§§ 4.1 y 2.1, en relación con el § 4.3) constituyen excepciones significativas a lo dispuesto con carácter general por la *Aktiengesetz* (Ley de sociedades anónimas, en adelante AktG). Con relación al derecho de voto, los §§ 133 a 137 AktG regulan el ejercicio de este derecho en la Junta General de la sociedad anónima; en particular, el § 134 AktG, modificado por la *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* de 27 de abril de 1998 (Ley para el control y la transparencia en el ámbito empresarial)<sup>(25)</sup>, aclara que el derecho de voto se ejercita en función del valor nominal de las acciones o, en el caso de las acciones sin valor nominal (*Stückaktien*), de su número. Además, se añade que en las sociedades anónimas no cotizadas, los estatutos podrán recortar el derecho de voto de los accionistas con varias acciones, fijando un tope máximo absoluto o progresivo<sup>(26)</sup>. En materia de designación de los miembros del Consejo de Vigilancia, los §§ 101 y 119 AktG establecen que la designación de los miembros de dicho órgano corresponde a la Junta General, con excepción de lo dispuesto por la *Mitbestimmungsgesetz*, la *Mitbestimmungsergänzungsgesetz* y la *Drittelbeteiligungsgesetz*, leyes que disponen que los trabajadores tendrán derecho a estar representados en el Consejo de Vigilancia<sup>(27)</sup>. Junto a la regulación general contenida en el apartado primero del § 101 AktG, el segundo apartado del mismo precepto añade una previsión especial según la cual será posible que los estatutos otorguen el derecho de designar miembros del Consejo de Vigilancia a determinados accionistas o a los tenedores de determinadas acciones (*Entsendungsrecht* o derecho de designar miembros del Consejo de Vigilancia). Se trata de un derecho especial (*Sonderrecht*) ex § 35 BGB que solo se concederá a algunas personas, siendo un derecho uni-

---

<sup>(25)</sup> BGBl. 1998 I, pág. 786.

<sup>(26)</sup> Vid. HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, 7.<sup>a</sup> ed., München, 2006, págs. 39 y ss., 53 y ss., 731 y ss.

<sup>(27)</sup> Vid. BOLLWEG, H., *Die Wahl des Aufsichtsrats in der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*, Köln, 1997; HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, cit., págs. 505 a 508; AUSTMANN, «Globalwahl zum Aufsichtsrat», *Festgabe für Otto Sandrock*, Heidelberg, 1995, págs. 277 y ss. En relación con las especialidades derivadas de la representación de los trabajadores en el Consejo de Vigilancia, vid. ERLE, «Die Vorschläge zur Wahl des Aufsichtsrats nach dem MitbestG und nach dem AktG», *AG*, 1970, págs. 31 y ss.

do a la persona en particular y por tanto intransmisible, o bien unido a una concreta acción<sup>(28)</sup>. En este sentido, a los tenedores de determinadas acciones solo se les podrá conceder el derecho de designar miembros del Consejo de Vigilancia, cuando se trate de acciones nominativas cuya transmisión esté vinculada a la autorización de la sociedad. El derecho de designar miembros del Consejo de Vigilancia se podrá conceder en una proporción máxima equivalente a un tercio del número de miembros del Consejo de Vigilancia establecido por la Ley o por los estatutos, aunque, así se recoge expresamente, *respetando la excepción regulada por el § 4, apartado 1 de la Ley-VW*<sup>(29)</sup>. En cuanto a la mayoría necesaria para la adopción de acuerdos en la Junta General, aunque el § 133 AktG establece que los acuerdos de dicho órgano precisan de la mayoría de los votos emitidos (mayoría simple), permite a su vez que la ley o los estatutos determinen una mayoría superior u otros requisitos adicionales. En virtud de ello, numerosas disposiciones de la AktG exigen una mayoría de tres cuartos del capital social representado para la adopción de acuerdos de la Junta General, pudiendo ser esta mayoría modificada por los estatutos; así, por ejemplo, entre otros, el § 179.2 AktG establece que el acuerdo de la Junta General de modificación de estatutos requerirá una mayoría de tres cuartas partes del capital social representado, pudiendo los estatutos establecer otra mayoría de capital social, que será necesariamente superior si la modificación se refiere al objeto social<sup>(30)</sup>. Por el contrario, otros preceptos prevén determinados acuerdos de la Junta General cuya mayoría prevista no podrá ser modificada; así, en relación con los deberes y derechos del Consejo de Vigilancia, el § 111.4 AktG establece que las medidas de gestión no podrán ser encomendadas al Consejo de Vigilancia; si bien, los estatutos o el Consejo de Vigilancia podrán establecer que determinada clase de operaciones solo podrán ser realizadas con su autorización. Si en un determinado supuesto el Consejo de Vigilancia denegara su autorización, la Dirección podrá exigir que sea la Junta General quien decida sobre la autorización; en relación con ello, el acuerdo de

---

<sup>(28)</sup> El tenor del § 35 BGB reza así: «*Sonderrechte eines Mitglieds können nicht ohne dessen Zustimmung durch Beschluss der Mitgliederversammlung beeinträchtigt werden*» (Los derechos especiales de un socio no pueden verse afectados por un acuerdo de la junta de socios sin su consentimiento). Las modificaciones de los derechos especiales deberán realizarse teniendo en cuenta lo establecido por el § 35 BGB, aplicable a las alteraciones de *Sondervorteile* o ventajas especiales previstas en el § 26 AktG. Sobre los derechos especiales, *vid.* HUECK, A., *Gesellschaftsrecht*, 19.<sup>a</sup> ed., München, 1991, pág. 277. El término *Sonderrecht* es también utilizado en el sentido de derecho inderogable o *unentziehbares Recht*. *Vid.* WIEDEMANN, H., *Gesellschaftsrecht*, München, 1980, pág. 358. *Vid.* también HEIDER, K., «Aktien besondere Gattung (comentario al § 11 AktG)», en *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2.<sup>a</sup> ed., Band 1 (§§ 1-53), München, 2000, págs. 285 y ss., pág. 288; KRAFT, A., «Aktien besonderer Gattung (comentario al § 11)», en *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 1, 2.<sup>a</sup> ed., Köln, Berlin, Bonn, München, 1988, págs. 105 y ss., págs. 107 y 108; LOGES, R., y DISTLER, W., «Gestaltungsmöglichkeiten durch Aktiengattungen», *ZIP*, 2002, págs. 467 y ss.

<sup>(29)</sup> *Vid.* HÜFFER, *Aktiengesetz, cit.*, pág. 519 a 525. Los miembros del Consejo de Vigilancia designados sobre la base del § 101.2 AktG tendrán los mismos derechos y obligaciones que los demás miembros integrantes de este órgano. En este sentido *vid.* *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen* (en adelante BGHZ) 36, 296 = NJW 1962, 864; BGHZ 90, 381.

<sup>(30)</sup> *Vid.* HÜFFER, U., *Aktiengesetz, cit.*, págs. 723 y ss., 881 y ss. En similar sentido, requieren un acuerdo de la Junta General con una mayoría de tres cuartos del capital social, que puede ser modificada por los estatutos, los acuerdos de aquel órgano relativos a —entre otras materias— la adquisición de instalaciones por una sociedad después de la fundación *ex* § 52.5 AktG; la separación de miembros del Consejo de Vigilancia *ex* § 129.1 AktG; el acuerdo para la creación del Reglamento de régimen interior de la propia Junta General *ex* § 103.1 AktG; el aumento y reducción de capital social *ex* §§ 182.1 y 222.1 AktG; la exclusión del derecho de suscripción preferente *ex* § 186.1 AktG; el aumento de capital condicionado *ex* § 193.1 AktG; la emisión de obligaciones *ex* § 221.1 AktG; la disolución de la sociedad *ex* § 262.1.2 AktG; la aprobación de los contratos de empresa *ex* § 293.1 AktG.

la Junta General requerirá de una mayoría de tres cuartos de los votos emitidos, sin que sea posible que los estatutos establezcan otra mayoría u otros requisitos<sup>(31)</sup>.

## 2. Alegaciones del Gobierno alemán

En la contestación a la demanda por parte del Gobierno alemán, éste basa sus alegaciones, entre otros argumentos, en el contexto histórico particular en el que se inscribe la Ley VW, la cual persigue un objetivo de política social y regional, y un objetivo económico combinado con objetivos de política industrial. La Ley VW es fruto de un acuerdo adoptado en 1959 por las personas y grupos que habían hecho valer derechos sobre la sociedad de responsabilidad limitada *Volkswagenwerk*, en virtud del cual los trabajadores y los sindicatos obtuvieron, a cambio de su renuncia a reivindicar un derecho de propiedad sobre la empresa, la garantía de quedar protegidos frente a un gran accionista que dominara la sociedad. En conexión con ello, se explica que el compromiso se concretó en la conclusión de un contrato (*Staatsvertrag*)<sup>(32)</sup> entre el *Bund* y el *Land* Baja Sajonia y, posteriormente, en la adopción, sobre la base de este contrato, de la *Gesetz über die Regelung der Rechtsverhältnisse bei der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (Ley de regulación de las relaciones jurídicas de la sociedad de responsabilidad limitada Volkswagenwerk), de 9 de mayo de 1960, seguida de la adopción, el 6 de julio de 1960, de los estatutos de Volkswagen y, por último, de la Ley VW, que reproduce las normas ya contenidas en estos estatutos. La Ley VW recoge así la voluntad de los accionistas y de todas las personas y grupos que hicieron valer derechos de naturaleza privada sobre VW; habida cuenta de la libre circulación de capitales, esta Ley debe ser asimilada a un convenio entre poseedores de participaciones y, en respeto del adagio *pacta sunt servanda*, dicho compromiso debe conservar en la actualidad todo su valor.

En cuanto a las restricciones de los derechos de voto, la República Federal de Alemania menciona que aunque cuando se fundó VW la restricción de los derechos de voto se fijó en el 0,01% para todos los accionistas, a excepción del *Bund* y del *Land* Baja Sajonia, que podían ejercer sus derechos a prorrata de su participación del 20% cada uno, en 1970 se derogó esta excepción a favor de dichos dos accionistas y se elevó al 20% la restricción de los derechos de voto con objeto de aplicarla indistintamente a todos los accionistas, siendo aplicable en la actualidad dicha disposición a todos los accionistas de VW. En este sentido se considera que el legislador nacional puede legislar libremente en el ámbito del Derecho nacional de sociedades y establecer normas aplicables a determinados grupos de empresas, o incluso a una sola empresa, cuando tal legislación no genere obstáculos a la libre circulación de capitales. De modo similar, la inserción de una previsión que establece el 20% de la minoría de bloqueo es indistintamente aplicable a todos los accionistas de VW, sin que confiera un derecho especial al Estado ni constituya una restricción a la libre circulación de capitales. Además, se recuerda que ni la AktG ni la normativa comunitaria en la materia establecen ningún límite a la fijación de una minoría de bloqueo.

En lo que concierne al § 4.1 Ley VW, el Gobierno alemán sostiene que el Consejo de Vigilancia es un mero órgano de control y no un órgano decisorio, añadiendo que el número de representantes en

---

<sup>(31)</sup> Vid. HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, cit., págs. 567 y ss.

<sup>(32)</sup> Sobre la significación de «*Staatsvertrag*» vid. MAURER, H., *Allgemeines Verwaltungsrecht*, 16.<sup>a</sup> ed., München, 2006, págs. 352 y ss.

el Consejo de Vigilancia de VW es proporcional a la participación en el capital de dicha sociedad y que, desde este punto de vista, la representación del *Land* Baja Sajonia es inferior a la participación que posee en dicho capital, razón por la cual la relevancia práctica del precepto para las decisiones en materia de inversiones es muy reducida, cuando no inexistente.

### 3. Apreciaciones del TJCE

Los argumentos básicos de la sentencia del TJCE de 23.10.07 consideran que las alegaciones del Gobierno alemán según las cuales la Ley VW no constituye una medida nacional desde el punto de vista de la libre circulación de capitales, deben ser desestimadas toda vez que, al margen de las consideraciones históricas que rodean a la Ley VW, aunque el acuerdo mencionado por el Gobierno alemán pudiera ser calificado como un contrato de Derecho privado, el hecho de que dicho acuerdo haya sido objeto de una ley basta para considerarlo una medida nacional a efectos de la libre circulación de capitales<sup>(33)</sup>.

En cuanto a la restricción de los derechos de voto de cualquier accionista al 20% del capital social de VW (§ 2.1 Ley VW), se afirma que esta norma incumple la exigencia de correlación entre la participación en dicho capital y los derechos de voto correspondientes a dicha participación. Aun admitiendo que la restricción de los derechos de voto es un instrumento usual del Derecho de sociedades, que también se utiliza en otros Estados miembros, existe una gran diferencia, dependiendo de que el Estado ofrezca la posibilidad de insertar tal instrumento en los estatutos de una sociedad, como sucede en Derecho alemán en el caso de sociedades anónimas no cotizadas, o que adopte, como legislador, una disposición a tal fin para una sola empresa y, en definitiva, en provecho propio, como sucede en el caso del precepto de la Ley VW<sup>(34)</sup>. Además, considerando que VW es una sociedad cotizada, no deja de ser significativo que la redacción dada por la Ley sobre el control y la transparencia en el ámbito empresarial al § 134.1 AktG haya suprimido la posibilidad de establecer una limitación de los derechos de voto en los estatutos de las sociedades cotizadas, pues de acuerdo con tal previsión no cabría admitir en los estatutos de VW una cláusula de restricción de los derechos de voto<sup>(35)</sup>. En la medida en que la previsión del § 2.1 Ley VW limita la posibilidad de los demás accionistas de participar en la sociedad para crear o mantener vínculos económicos duraderos y directos con ésta, que permitan una participación efectiva en su gestión o en su control, debe entenderse que constituye un elemento que puede disuadir a los inversores directos de otros Estados miembros y, por tanto, limitar el movimiento de capitales<sup>(36)</sup>. El hecho de que entre las acciones más compradas en Europa figuren las acciones de VW, estando un gran número de ellas en manos de inversores de otros Estados miembros, no supone una muestra de libertad de movimiento de capitales, toda vez que las restricciones a la libre circulación de capitales que se reconocen en la Ley VW afectan a las *inversiones directas* en el capital de VW y no tanto a las inversiones de cartera, que se efectúan con la única intención de realizar una inversión financiera<sup>(37)</sup>.

---

<sup>(33)</sup> Apartados 22 a 29 de la sentencia TJCE de 23 de octubre de 2007.

<sup>(34)</sup> Apartado 31 de la sentencia TJCE de 23 de octubre de 2007.

<sup>(35)</sup> *Vid.* RUGE, R., «Goldene Aktien und EG-Recht», *cit.*, pág. 424.

<sup>(36)</sup> Con argumentos en contra, *vid.* ENDELL, A., «Volkswagen im Angebot-VW-Gesetz bietet keinen Schutz vor feindlichen Übernahmen», *NZG*, 2000, págs. 1160 y ss. *Vid.* también sobre esta materia, WACKERBARTH, U., «Von golden shares und poison pills: Waffengleichheit bei internationalen Übernahmeangeboten», *WM*, 2001, págs. 1741 y ss.

<sup>(37)</sup> Apartados 52 a 54 de la sentencia TJCE de 23.10.07.

Por lo que se refiere a la fijación en un 20% de la minoría de bloqueo (§ 4.3 Ley VW), en la sentencia TJCE de 23 de octubre de 2007 se esgrime que al exigir una mayoría de más del 80% del capital social presente o representado para adoptar decisiones en la Junta General se permite al *Land* Baja Sajonia bloquear todo tipo de acuerdos, habida cuenta de la participación del 20.1% que posee desde la privatización de VW. Según la argumentado en el fallo del TJCE, a pesar de su aspecto formalmente no discriminatorio, la exigencia de un umbral superior al 80% se concibió para beneficiar exclusivamente a la entidad pública implicada. Así, aunque se reconoce que la AktG autoriza la fijación de porcentajes superiores al 75% para la adopción de acuerdos de la Junta General, se señala que se trata de una libertad conferida a los accionistas, que pueden optar por hacer uso de ella o no. En cambio, el umbral del 80% exigido por el § 4.3 Ley VW fue impuesto a los accionistas de VW por el legislador para disponer él mismo, como principal accionista entonces, de una minoría de bloqueo<sup>(38)</sup>.

Con relación al derecho del *Bund* y del *Land* Baja Sajonia de designar cada uno de ellos dos representantes en el Consejo de Vigilancia de VW, siempre que sean accionistas de esta sociedad *ex* § 4.1 Ley VW, el TJCE entiende que dicha previsión constituye una excepción a lo dispuesto en el § 101.2 AktG (como la propia AktG lo expresa), conforme al cual tal derecho solo puede establecerse en los estatutos y solo puede afectar a un tercio del número de miembros del Consejo de Vigilancia nombrados por los accionistas. En el caso de VW, cuyo Consejo de Vigilancia cuenta con veinte miembros, diez de los cuales son designados por los accionistas, el número de representantes que según el Derecho común pueden designar el *Bund* y el *Land* Baja Sajonia no podría ser superior a tres. Sin embargo, la previsión del § 4.1 Ley VW configura un derecho específico que constituye una excepción al Derecho común de sociedades y que ha sido establecido por una medida legislativa nacional en beneficio únicamente de los actores públicos, otorgándoles de esta manera un instrumento que les permite ejercer una influencia mayor que la que corresponde a sus inversiones; correlativamente, la influencia de los demás accionistas puede verse reducida a una proporción inferior que la de sus propias inversiones<sup>(39)</sup>. Precisamente esta restricción a la posibilidad de los demás accionistas de participar efectivamente en la gestión y en el control de la sociedad VW es la que constituye una limitación a la libre circulación de capitales<sup>(40)</sup>. El argumento alegado por el Gobierno alemán según el cual el Consejo de Vigilancia no es un órgano decisorio sino un mero órgano de control, no menoscaba la posición y la influencia de los actores públicos interesados. En efecto, cuando el Derecho alemán de sociedades atribuye al Consejo de Vigilancia la misión de controlar la gestión de la sociedad y de rendir cuentas de esta gestión a los accionistas, confiere a dicho órgano competencias importantes para ejercer esta misión, como la de nombrar y revocar a los miembros de la Dirección; al mismo tiempo, la aprobación del Consejo de Vigilancia es necesaria para llevar a cabo diversas operaciones, entre las que se encuentran, además de la creación y el traslado de centros de producción, la creación de sucursales, la compraventa de bienes inmuebles, las inversiones y la adquisición de otras empresas<sup>(41)</sup>.

---

<sup>(38)</sup> Apartados 34 y 35 de la sentencia TJCE de 23.10.07. Véase también el apartado 48 de la decisión del TJCE de 13.05.2003 en el asunto C-98/01, *British Airport Authority*.

<sup>(39)</sup> Apartados 60 a 62 de la sentencia TJCE de 23.10.07. *Vid.* SANDER, F., «Volkswagen vor dem EuGH-der Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit am Scheideweg», *EuZW*, 4/2005, págs. 106 y ss., 109.

<sup>(40)</sup> Apartado 57 de la sentencia TJCE de 23.10.07.

<sup>(41)</sup> Apartado 65 de la sentencia TJCE de 23.10.07.

Finalmente, por lo que se refiere a la protección de los intereses de los trabajadores invocada por la República Federal de Alemania para justificar las disposiciones controvertidas de la Ley VW, el TJCE concluye que, aparte de realizar consideraciones generales sobre la necesidad de protección frente a un gran accionista que dominara la sociedad, el Estado alemán no ha podido explicar el motivo que sustente mantener en el capital de VW una posición reforzada e inamovible a favor de actores públicos, como una medida apropiada y necesaria para alcanzar el objetivo de proteger a los trabajadores de esta sociedad. Además, por lo que respecta al derecho de designar representantes en el Consejo de Vigilancia, se señala que, en virtud de la normativa alemana, los trabajadores disponen de representación propia en el seno de dicho órgano, razón por la cual no puede acogerse la justificación que dicho Estado miembro basa en la protección de los trabajadores<sup>(42)</sup>. A su vez, similares argumentos cabe mencionar respecto de la supuesta protección de los accionistas minoritarios; en efecto, el marco jurídico contenido en la Ley VW que permite al *Bund* y al *Land* Baja Sajonia ejercer una influencia más importante que la que normalmente correspondería a su inversión, constituye una posición de ventaja de estos actores públicos que no aparece como necesaria o apropiada para proteger los intereses generales de los accionistas minoritarios, pues, aunque en determinadas circunstancias concretas los actores públicos puedan utilizar su posición para defender intereses generales eventualmente contrarios a los intereses económicos de la sociedad afectada y, por consiguiente, contrarios a los intereses de los demás accionistas de dicha sociedad, tal previsión no vendría justificada<sup>(43)</sup>.

En consecuencia, el TJCE declara en su sentencia de 23 de octubre de 2007 que la República Federal de Alemania ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud del art. 56.1 Tratado CE, al mantener en vigor los §§ 4.1 y 2.1 Ley VW, en relación con el § 4.3 Ley VW, y que desestima, en lo esencial, los motivos formulados por este Estado miembro, condenándolo, a tenor del art. 69.2 del Reglamento de Procedimiento y dado que la Comisión Europea así lo solicitó, en costas.

### III. La doctrina de las «acciones de oro» en la jurisprudencia del TJCE

#### 1. Origen de las «acciones de oro»

El mercado interior europeo se apoya en cuatro pilares básicos, siendo uno de ellos la libertad de movimientos de capital, la cual a su vez incluye la libertad de inversión directa transfronteras intracomunitaria, que es una fórmula de máxima importancia para los flujos de capitales<sup>(44)</sup>. A pesar de ser conocedores de ello, en tanto firmantes del Tratado CE, diversos Gobiernos de Estados miembros de la Unión Europea, revelando un ánimo proteccionista de determinados sectores estratégicos de toda nación, han generado mecanismos cuyo objetivo principal ha sido defender algunas empresas significativas de posibles ofertas públicas de adquisición por parte de oferentes extranjeros hostiles. En este contexto

---

<sup>(42)</sup> Apartados 74 y 75 de la sentencia TJCE de 23.10.07.

<sup>(43)</sup> Apartados 77 a 79 de la sentencia TJCE de 23.10.07.

<sup>(44)</sup> *Vid.* CONTHE GUTIÉRREZ, M., «La libertad de movimientos de capital en la CEE», *Información Comercial Española, ICE, Revista de economía*, Nr. 641, 1987, págs. 29 y ss.; KOLLIAS, S., y MINGASSON, J. P., «La libertad de movimientos de capital», *Información Comercial Española, ICE, Revista de economía*, Nr. 627-628, 1985, págs. 71 y ss. En general sobre las libertades consagradas en el Tratado CE, *vid.* BARNARD, C., *The Substantive Law of the EU: The Four Freedoms*, Oxford, 2004, pág. 478.

surgen las denominadas «acciones de oro»<sup>(45)</sup>, instrumentos que designan el derecho de decisión sobre determinadas operaciones que se reserva un Estado cuando privatiza una empresa, que le otorgan un poder de hecho superior al del órgano de administración de la sociedad —a modo de control estatal o derecho de veto sobre empresas privatizadas—, en especial ante la aprobación de acuerdos de fusión y escisión, disolución, venta de activos básicos, cambio de objeto social, compras y ventas de paquetes importantes de acciones o planes de expansión de la sociedad. La aparición de las «acciones de oro» se enmarca así en el proceso de privatización de las grandes empresas públicas (típicas principalmente en el ámbito de las telecomunicaciones, líneas aéreas, transportes y energía) que tuvo lugar en los últimos años de la década de los ochenta y los primeros de los noventa en casi todos los países de la Unión Europea, tras el cual, los diversos Gobiernos, conscientes de la situación de monopolio o cuasi monopolio en que trabajaban tales empresas y del hecho de que su actividad sea vital para las economías nacionales, tuvieron la necesidad de acogerse a algún mecanismo que les permitiera conservar una parte de control sobre las mismas, a pesar de encontrarse privatizadas<sup>(46)</sup>. Con este fin se idearon los llamados «derechos especiales» (*special rights*), es decir, instrumentos financieros que pueden adoptar formas jurídicas variadas según el desarrollo y las características de los mercados financieros de cada país<sup>(47)</sup>. Por ejemplo, algunos Gobiernos, tras la privatización de una sociedad, se reservaron una sola acción a la que concedieron estatutariamente derechos exclusivos sobre determinadas decisiones estratégicas, de tal modo que bastaba esa única acción para poder vetar o autorizar toda decisión estratégica de importancia, razón por la cual se le denominó coloquialmente «acción de oro». En otros casos de privatización, los Gobiernos no se reservaron ninguna acción, pero se atribuyeron ciertos derechos especiales que inscribieron en los estatutos de las empresas, tales como la obligatoria presencia de sus representantes con poderes especiales en el órgano de administración. La razón de política jurídica que pretende justificar la existencia de estos mecanismos —y particularmente de las «acciones de oro»— es mantener una fracción significativa de control en las sociedades privatizadas; en efecto, dado que la mayoría de las sociedades privatizadas gestionan recursos escasos de interés nacional sobre los que el sector público «debe continuar velando», se concede la «acción de oro» al Estado, la cual le permite, entre otras cosas, proteger a las empresas privatizadas de una adquisición extranjera hostil<sup>(48)</sup>.

---

<sup>(45)</sup> Al respecto puede verse RUGE, R., «Goldenen Aktien und EG-Recht», *EuZW*, 14/2002, pág. 424; ARMBRÜSTER, C., «“Golden Shares” und die Grundfreiheiten des EG-Vertrages», *cit.*, págs. 224 y ss.; GRUNDMANN, S., y MÖSLEIN, F., «Die goldene Aktie-Staatskontrollrechte in Europarecht und wirtschaftspolitischer Bewertung», *ZGR*, 2003, págs. 317 y ss.; KRAUSE, H., «Von “Goldenen Aktien”, dem VW-Gesetz und der Übernahmerrichtlinie», *NJW*, 2002, págs. 2747 y ss., pág. 2749; KILIAN, W., «Vom sinkenden Wert der Goldenen Aktien», *cit.*, págs. 2653 y ss.; KLEINSCHMIT, F., *Deutsches Volkswagengesetz und Europäische Kapitalverkehrsfreiheit*, Göttingen, 2004; PIESSKALLA, M., *Goldene Aktien aus EG-rechtlicher Sicht*, Hamburg, 2006; CÁMARA, P., «The End of the “Golden” Age of Privatisations? — The Recent ECJ Decisions on Golden Shares», *European Business Organization Law Review* (en adelante EBOR), 3, 2002, págs. 503 y ss.; KRONENBERGER, V., «The Rise of the Golden Age of Free Movement of Capital: A Comment on the Golden Shares Judgments of the Court of Justice of the European Communities», *EBOR*, 4, 2003, págs. 115 y ss.; PUTEK, C., «Limited but Not Lost: A Comment on the ECJ’s Golden Share Decisions», *Fordham Law Review*, 72, 2004, págs. 2219 y ss.

<sup>(46)</sup> Sobre las consideraciones acerca de la admisión de las *acciones de oro* en Estados de la Unión Europea con el objeto de proteger la industria estratégica de la influencia de fondos inversores extranjeros, *vid.* FISCHER, R., «Blick nach Brüssel», *NZG*, 2007, págs. 700 y ss.

<sup>(47)</sup> *Vid.* HERNÁNDEZ LÓPEZ, M., «Las acciones de oro y la Comisión Europea», *Información Comercial Española, Revista de Economía*, núm. 831, 2006 (julio-agosto), págs. 157 y ss.

<sup>(48)</sup> *Vid.* WACKERBARTH, U., «Von golden shares und poison pills: Waffengleichheit bei internationalen Übernahmeangeboten», *cit.*, págs. 1741 y ss.; FISCHER, R., «Blick nach Brüssel», *cit.*, págs. 700 y ss.; ARMBRÜSTER, C., «“Golden Shares” und die Grund-

El primer Estado miembro de la Unión Europea que hizo uso de la «golden share» fue el Reino Unido en 1984, con motivo de la privatización de British Telecom y durante el gobierno de Margaret Thatcher. Además, se configuraron «acciones de oro» en otras varias empresas, como British Energy, British Airport Authorities, Rolls-Royce, British Gas o National Power. Dos años más tarde Francois Mitterrand trasladó el modelo a Francia bajo el nombre de «*action spécifique*», instaurándola con ocasión de la privatización de veintinueve empresas públicas. Bélgica creó también una acción de oro en la privatización de la Société Nationale d' Investissement y se reservó «derechos especiales» en las compañías Distrigaz, Synatom y en la Société Nationale de Transport par Canalisations. Irlanda se reservó también derechos especiales en las compañías públicas privatizadas más importantes: Irish Life, Greencore Group y Telecom. Holanda por su parte impuso derechos especiales en KPN y TNP, y Dinamarca hizo lo mismo con Teledanmark y Copenhagen Airport. Suecia también lo hizo en la privatización de Celsius Industrier y Finlandia se reservó derechos especiales en la Gasum OY. Luxemburgo siguió este mismo proceder en SES, un operador global de satélites. Portugal también hizo uso de la técnica de derechos especiales, imponiendo restricciones a la inversión directa comunitaria en banca, seguros, energía y transportes —así, por ejemplo, en Cementos de Portugal, Telecom, Electricidade y Petroleos de Portugal—, así como Italia lo hizo con ocasión de las privatizaciones de ENI, Stet y Telecom, y Enel. Finalmente, en España el Gobierno creó «acciones de oro» en Repsol, Telefónica, Argentaria, Tabacalera y Endesa<sup>(49)</sup>.

Por su parte, el Gobierno alemán impuso restricciones, como ha quedado expuesto, en la privatización de VW, así como también en la de Lufthansa. Con relación a los tres artículos controvertidos de la Ley VW (§§ 4.1 y 2.1 Ley VW, en relación con el § 4.3 Ley VW), se ha concluido que los mismos, conjuntamente, ayudan a conservar la titularidad a quien ya la ostenta, mediante técnicas jurídico societarias típicas de defensa de una sociedad contra ofertas públicas de adquisición hostiles<sup>(50)</sup>. El § 4.1 Ley VW (nombramiento de miembros del Consejo de Vigilancia) restringe las probabilidades de que otros accionistas se inmiscuyan en la gestión y en el control de la sociedad, lo que significa una infracción de la libre circulación de capitales según la jurisprudencia del TJCE<sup>(51)</sup>, pues tal prerrogativa otorgada en exclusiva, en contra del espíritu de la norma de Derecho común, al *Bund* y al *Land* Baja Sajonia, restringe las posibilidades de los demás inversores de recibir ventajas similares, rompiendo la simetría entre la fuerza del capital y las alternativas de gobierno en una sociedad. En cuanto al § 2.1 Ley VW relativo a la restricción del derecho de voto a un quinto del capital social, se concluye que introduce una desviación del principio «una acción, un voto» (*one share, one vote*)<sup>(52)</sup>, sin que los demás accionistas tengan ocasión de pronunciarse al respecto; además, existe una clara diferencia entre ofrecer esa restricción como posibilidad, como admite el ordenamiento jurídico alemán con las sociedades no cotizadas en bolsa, e imponerla a una empresa por ley, como ocurre en el caso de VW<sup>(53)</sup>. Por último,

---

freiheiten des EG-Vertrages», *cit.*, págs. 224 y ss.; BAYER, W., «Zulässige und unzulässige Einschränkungen der europäischen Grundfreiheiten im Gesellschaftsrecht», *cit.*, págs. 2289 y ss.

<sup>(49)</sup> Información obtenida del recuadro 1 disponible en HERNÁNDEZ LÓPEZ, M., «Las acciones de oro y la Comisión Europea», *cit.*, pág. 158.

<sup>(50)</sup> Conclusiones, Ruiz-Jarabo Colomer, Caso Ley VW (apartado 55).

<sup>(51)</sup> *Vid. infra*.

<sup>(52)</sup> *Vid.* HOPT, K., «Feindliche Übernahmen, Protektionismus, One share one vote?», *EuZW*, núm. 9, 2007, págs. 257 y ss.

<sup>(53)</sup> Conclusiones, Ruiz-Jarabo Colomer, Caso Ley VW (apartado 77).

en cuanto al § 4.3 Ley VW, que aumenta a más de cuatro quintos (80%) del capital social la mayoría para adoptar ciertos acuerdos de la Junta general [mientras que la AktG exige un voto conforme de tres cuartos (75%) en la mayoría de los casos], permitiendo así al *Land* Baja Sajonia oponerse y bloquear ese tipo de decisiones mediante la minoría suficiente a tal fin, se considera que constituye una medida proteccionista y de blindaje excesiva, toda vez que esa mayoría no emana de la autonomía de la voluntad de los accionistas, sino del empeño del legislador, quien la decretó en beneficio exclusivo de los inversores públicos; a su vez, se trata de una medida que bloquea e impide cualquier interferencia en la gestión, teniendo un efecto disuasorio en las inversiones directas en VW que, de acuerdo con la jurisprudencia del TJCE, vulnera la libre circulación de capitales<sup>(54)</sup>.

## 2. La posición de los Estados miembros y del Parlamento Europeo ante los argumentos de la Comisión Europea en contra de las «acciones de oro»

La Comisión Europea, en tanto institución responsable del cumplimiento del Tratado CE y por ende de la vigilancia de la compatibilidad de las legislaciones nacionales con la comunitaria, manifestó sus dudas en relación con las «*acciones de oro*» y otros derechos especiales, debido a sus impedimentos en relación con la filosofía del Mercado Único, en particular en lo referente al pilar fundamental de la libertad de movimientos de capital, de cuya supervisión la Dirección General de Economía y Finanzas (en adelante DG ECFIN) era responsable. En conexión con ello, en 1997, a partir de una Comunicación elaborada por los servicios de la DG ECFIN y de la información recabada a través de cuestionarios enviados a los Estados miembros, se dio lugar a un debate sobre la compatibilidad jurídica de estos instrumentos nacionales con el Derecho comunitario. Los Gobiernos nacionales se escudaban en la necesidad de salvaguardar el interés público, pues las empresas en las que se habían configurado «*acciones de oro*» y otros derechos especiales proporcionan servicios esenciales a la sociedad y desempeñan un papel vital en la organización económica y social de un país, de modo que resulta conveniente para el interés general de los ciudadanos que los poderes públicos se reserven el derecho de intervención en todo momento, evitando el riesgo de que tales empresas caigan en manos inexpertas o inadecuadas a consecuencia de una oferta pública de adquisición. En conexión con ello se sostenía que el art. 295 Tratado CE, cuando dispone que dicho «(...) *Tratado no prejuzga en modo alguno el régimen de la propiedad en los Estados miembros*», reconoce que cada Estado tiene la exclusiva capacidad jurídica de privatizar y/o nacionalizar cualquier tipo de bienes o servicios, pudiendo ejercer esta facultad sobre una empresa en su totalidad o sobre una parte de ella, bien sobre todos los derechos de una empresa o solo algunos, dejando otros en manos de los poderes públicos —como sería el caso de las «*acciones de oro*»—<sup>(55)</sup>.

---

<sup>(54)</sup> Conclusiones, Ruiz-Jarabo Colomer, Caso Ley VW (apartados 78 a 89)

<sup>(55)</sup> *Vid.* los argumentos de los Estados miembros recogidos en las sentencias de 23 de mayo de 2000, Comisión/Italia (C-58/99, Rec. p. I-3811); de 4 de junio de 2002, Comisión/Portugal (C-367/98, Rec. p. I-4731), Comisión/Francia (C-483/99, Rec. p. I-4781) y Comisión/Bélgica (C-503/99, Rec. p. I-4809); así como las sentencias de 13 de mayo de 2003, Comisión/España (C-463/00, Rec. p. I-4581) y Comisión/Reino Unido (C-98/01, Rec. p. I-4641). Posteriormente se han dictado la de 2 de junio de 2005, Comisión/Italia (C-174/04; Rec. p. I-4933), y la de 28 de septiembre de 2006, Comisión/Países Bajos (C-282/04 y C-283/04). *Vid.* RUGE, R., «Goldene Aktien und EG-Recht», *EuZW*, 14/2002, pág. 424. *Vid.* también HINOJOSA MARTÍNEZ, L. M., «La acción de oro en Derecho comunitario: activismo judicial versus intervencionismo estatal», *Gaceta Jurídica de la Competencia y de la Unión Europea*, núm. 227, noviembre-diciembre 2003, págs. 11 y ss.

A este respecto, el Parlamento Europeo, en su posición aprobada el 5 de abril de 2001<sup>(56)</sup>, se alineó en gran medida con la opinión defendida por los Estados miembros a propósito de las «*acciones de oro*», manifestando que la Comisión Europea había desbordado el marco de sus competencias legales, pues la adopción de disposiciones reglamentarias —en referencia a la Comunicación elaborada por la DG ECFIN en 1997— sobre las inversiones intracomunitarias es responsabilidad del Parlamento y del Consejo europeos, debiendo limitarse la Comisión Europea a su función específica de realizar meras proposiciones en esta esfera; por ello, el Parlamento Europeo solicitó a la Comisión no utilizar más la Comunicación de 1997 y presentar al Consejo y al Parlamento Europeos, de acuerdo con el procedimiento habitual, una proposición de Directiva sobre las inversiones directas intracomunitarias<sup>(57)</sup>. Además, el Parlamento Europeo añadía que asimismo debe tenerse en cuenta que no todos los Estados miembros abren sus mercados a la libre competencia a un mismo ritmo, por lo que es necesario tomar medidas para que las empresas que siguen teniendo una situación de monopolio en los mercados nacionales no se aprovechen indebidamente de esta situación cuando quieren operar en los mercados liberalizados de otros Estados miembros.

Frente a lo sostenido por los gobiernos de los Estados miembros de la Unión Europea y por el Parlamento Europeo, la Comisión Europea fundamenta la incompatibilidad de las «*acciones de oro*» con el Derecho comunitario a través de diversos argumentos, señalando en primer lugar que conforme al art. 56 Tratado CE, ningún Gobierno puede poner trabas a la libertad de movimientos de capital, uno de los cuatro pilares de base del Mercado Único, incluyendo esta libertad la inversión de cartera y, muy particularmente, la directa, sin que ningún Estado pueda utilizar la política monetaria, coyuntural u otras como argumento para introducir restricciones en las inversiones directas comunitarias. Conforme al art. 295 del Tratado CE, los Estados miembros son libres para decidir el carácter privado o público de la propiedad de las cosas, pudiendo en consecuencia decidir independientemente sobre la privatización de una sociedad; ahora bien, una vez adoptada la decisión de privatizar una sociedad, deberán respetar las disposiciones del Tratado CE. Asimismo, en virtud del art. 43 del Tratado CE relativo a la libertad de establecimiento, deberá garantizarse el acceso a la constitución y la plena gestión de empresas en las condiciones fijadas por la legislación del país de establecimiento para sus propios nacionales, sin que esta gestión pueda ser menoscabada por decisiones de los Gobiernos nacionales<sup>(58)</sup>. Teniendo en cuenta

---

<sup>(56)</sup> Disponible en <http://www.todalaley.com/sumario-del-diario-oficial-de-la-union-europea-DOCE-24> de enero de 2002-p3.htm

<sup>(57)</sup> Debe, no obstante, mencionarse que el comisario Bolkestein afirmó al respecto de la crítica realizada por la Comisión Europea, que para supervisar la ejecución del Tratado CE, tarea fundamental de la Comisión Europea, no hacía falta ninguna nueva Directiva, ya que se cuenta con un Tratado que es interpretado por la Comisión Europea y, en caso de litigio, el TJCE decide. *Vid.* HERNÁNDEZ LÓPEZ, M., «Las acciones de oro y la Comisión Europea», *cit.*, pág. 158.

<sup>(58)</sup> Según reiterada jurisprudencia, están comprendidas dentro del ámbito de aplicación material de las disposiciones del Tratado CE relativas a la libertad de establecimiento, las disposiciones nacionales que son de aplicación a la posesión, por un nacional del Estado miembro de que se trate, de una participación en el capital de una sociedad establecida en otro Estado miembro que le confiere una influencia real en las decisiones de dicha sociedad y le permite determinar las actividades de ésta. *Vid.*, en particular, las sentencias de 13 de abril de 2000, Baars, C-251/98, Rec. p. I-2787, apartado 22; de 12 de septiembre de 2006, Cadbury Schweppes y Cadbury Schweppes Overseas, C-196/04, Rec. p. I-7995, apartado 31, y de 13 de marzo de 2007, Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation, C-524/04, Rec. p. I-0000, apartado 27. En especial *vid.* la sentencia de 5 de noviembre de 2002, Überseering, asunto C-208/00. *Vid.* ARMBRÜSTER, C., «“Golden Shares” und die Grundfreiheiten des EG-Vertrages», *JuS* 2003, págs. 224 y ss.; KLEINSCHMIT, F., *Deutsches Volkswagengesetz und Europäische Kapitalverkehrsfreiheit*,

estas observaciones puede deducirse que las «acciones de oro» son potencialmente discriminatorias y constituyen un obstáculo a la libertad de movimientos de capitales, pues a través de ellas los Gobiernos se reservan derechos de decisión en las empresas privatizadas que les permiten adoptar decisiones arbitrarias o incluso discriminatorias a favor de los residentes nacionales. Si los Gobiernos de los Estados miembros quieren mantener el control sobre esas empresas porque el bien público así lo exige, deben optar por no privatizarlas, pues nadie les obliga a hacerlo<sup>(59)</sup>. Además de ello, las «acciones de oro» no respetan el principio de proporcionalidad dictado por el TJCE, pues exceden la actuación puntual de un Gobierno para defender el interés general; el Derecho comunitario en nada menoscaba el derecho y la obligación de los Gobiernos de intervenir en el mundo de la empresa privada cuando el interés público lo exija, pero esta intervención deberá realizarse a través de decisiones gubernamentales *ad hoc* y no a través de una figura jurídica como las «acciones de oro»<sup>(60)</sup>. Por otra parte, este instrumento jurídico priva indebidamente al inversor privado de su pleno derecho a la gestión de su empresa, perjudicando a la libertad movimientos de capital, particularmente a la libertad de inversión directa, la cual sirve para crear o mantener relaciones directas y duraderas entre el inversor y la empresa en la que invierte para el ejercicio de una actividad económica; en función del paquete de acciones que posee el inversor, éste tiene la posibilidad de participar de manera efectiva en la gestión o el control de dicha empresa. En cualquier caso, cuando los Gobiernos de los Estados miembros, por razones de interés público, apliquen restricciones a la libertad de inversión directa, deben ajustarse obligatoriamente a los criterios que han sido establecidos por la doctrina del TJCE<sup>(61)</sup>.

### 3. La doctrina del TJCE sobre las acciones de oro

La posición jurisprudencial del TJCE ante la existencia de «acciones de oro» ha sido claramente crítica, dictaminando en numerosas sentencias que el uso de dichos mecanismos solo puede justificarse por razones imperiosas de interés general, siempre que, además, la medida impuesta por el Gobierno del Estado miembro sea proporcionada respecto al fin perseguido. El TJCE subraya a este respecto que las «acciones de oro» constituyen en principio una excepción a la libre circulación de capitales dentro de la Unión Europea y a la libertad de establecimiento, y solo pueden justificarse si responden a un interés estratégico y se basan en criterios precisos, que las empresas conozcan de antemano, que puedan ser objeto de un control jurisdiccional y que no puedan sustituirse por medidas menos restrictivas. En efecto, de acuerdo con la jurisprudencia sentada por el TJCE, las restricciones discriminatorias a las inversiones directas intracomunitarias (en razón de la nacionalidad) que imponen algunos Gobiernos son inadmisibles por ser contrarias al Derecho comunitario, salvo si corresponden a alguna de las excepciones explícitamente enumeradas en el Tratado CE. Además, las restricciones no discriminatorias tampoco son compatibles con el Derecho comunitario, salvo si están justificadas por las exigencias primordiales del interés general. En este sentido, las condiciones para poder aplicar legalmente restric-

---

Göttingen, 2004; BAYER, W., «Zulässige und unzulässige Einschränkungen der europäischen Grundfreiheiten im Gesellschaftsrecht» *BB*, 2002, págs. 2289 y ss. *Vid.* entre nosotros VELASCO SAN PEDRO, L. A., y SÁNCHEZ FELIPE, J. M., «La libertad de establecimiento de las sociedades en la UE. El Estado de la cuestión después de la SE», *RdS*, 19, 2002-2, pág. 31.

<sup>(59)</sup> *Vid.* HERNÁNDEZ LÓPEZ, M., «Las acciones de oro y la Comisión Europea», *cit.*, pág. 162.

<sup>(60)</sup> Sobre la proporcionalidad puede verse la sentencia del TJCE en el caso Comisión/Bélgica (C-503/99, Rec. p. I-4809).

<sup>(61)</sup> *Vid.* seguidamente (apartado 3.3).

ciones a las inversiones directas transfronterizas comprenden: a) que no sean discriminatorias; b) que estén justificadas por las exigencias imperativas del interés general; c) que se basen en un conjunto de criterios objetivos, estables en el tiempo y dados a conocer públicamente; d) que respeten el principio de proporcionalidad; e) que se adecuen al objetivo que persiguen<sup>(62)</sup>.

Siguiendo este criterio, el TJCE ha dictado diversas sentencias en las que se ha impuesto la opinión de la Comisión Europea que considera las «*acciones de oro*» incompatibles con el Tratado CE, siendo la última de ellas la que ha sido aquí tratada respecto a la Ley VW (sentencia TJCE de 23.10.07, Comisión/Alemania, asunto C-112/2005)<sup>(63)</sup>. Por su parte, España también se ha visto afectada por un procedimiento de infracción de la normativa comunitaria en relación con las «*acciones de oro*»; en particular, la sentencia de 13 de mayo de 2003 del TJCE (Asunto C-463/2000) relativa al procedimiento de infracción contra España por mantener en vigor las disposiciones del art. 2 y del art. 3, apartados 2 y 1, de la Ley 5/1995 sobre el régimen jurídico de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas (Ley 5/1995 de privatizaciones), así como los Reales Decretos sobre Repsol S.A., Telefónica de España S.A., Telefónica Servicios Móviles S.A., Argentaria, Tabacalera S.A. y Endesa, estimaba que dichos preceptos constituían una vulneración en materia de libre circulación de capitales *ex art. 56 Tratado CE*<sup>(64)</sup>. En cuanto a las alegaciones formuladas por el Gobierno español, el TJCE no aceptó que en el caso de Tabacalera y Argentaria la legislación pudiera estar justificada por razones de interés general asociadas a necesidades estratégicas (los derechos especiales en Argentaria y Tabacalera fueron suprimidos de forma gradual en 1999 y 2000, respectivamente); a su vez, en lo que se refiere a Repsol, Endesa y Telefónica, el Tribunal reconoció que los obstáculos a la libre circulación de capitales podrían estar justificados por motivos de seguridad pública (por ejemplo, seguridad de abastecimiento), sin embargo estimó que no se había cumplido el principio de proporcionalidad. Asimismo, el TJCE señaló que el hecho de que el régimen jurídico esté previsto para un período de tiempo limitado, como por ejemplo diez años, no impide que el supuesto constituya una infracción. Ante ello, España procedió a modificar

---

<sup>(62)</sup> Así lo ha expresado el TJCE en diversas sentencias; pueden verse sentencias de 23 de mayo de 2000, Comisión/Italia (C-58/99, Rec. p. I-3811); de 4 de junio de 2002, Comisión/Portugal (C-367/98, Rec. p. I-4731), Comisión/Francia (C-483/99, Rec. p. I-4781) y Comisión/Bélgica (C-503/99, Rec. p. I-4809); así como las sentencias de 13 de mayo de 2003, Comisión/España (C-463/00, Rec. p. I-4581) y Comisión/Reino Unido (C-98/01, Rec. p. I-4641). Posteriormente se han dictado la de 2 de junio de 2005, Comisión/Italia (C-174/04; Rec. p. I-4933), y la de 28 de septiembre de 2006, Comisión/Países Bajos (C-282/04 y C-283/04). *Vid.* RUGE, R., «Goldene Aktien und EG-Recht», *EuZW*, 14/2002, pág. 424; ARMBRÜSTER, C., «“Golden Shares” und die Grundfreiheiten des EG-Vertrages», *cit.*, págs. 224 y ss.; GRUNDMANN, S. y MÖSLEIN, F., «Die goldene Aktie- Staatskontrollrechte in Europarecht und wirtschaftspolitischer Bewertung», *ZGR*, 2003, págs. 317 y ss.; CÁMARA, P., «The End of the “Golden” Age of Privatisations? — The Recent ECJ Decisions on Golden Shares», *cit.*, págs. 503 y ss.; KRONENBERGER, V., «The Rise of the Golden Age of Free Movement of Capital: A Comment on the Golden Shares Judgments of the Court of Justice of the European Communities», *cit.*, págs. 115 y ss.; PUTEK, C., «Limited but Not Lost: A Comment on the ECJ’s Golden Share Decisions», *cit.*, págs. 2219 y ss.

<sup>(63)</sup> Las referencias de las principales sentencias del TJCE en esta materia están recogidas en la nota al pie anterior, núm. 62.

<sup>(64)</sup> *Vid.* SÁNCHEZ, A., «Las “*acciones de oro*” condenadas a desaparecer: una sentencia del Tribunal de Justicia de la UE obliga a España a abolir el régimen que las autoriza», *Bolsa de Madrid*, núm. 120, 2003, págs. 32 y ss. El mecanismo de la «acción de oro» fue utilizado por España sólo en dos ocasiones; en mayo de 2000, bajo el gobierno del Partido Popular, éste vetó la fusión de Telefónica y la compañía de telefonía holandesa KPN, argumentando que el Estado holandés tenía un 43% de la misma. Además, el ex ministro de Economía Rodrigo Rato vetó en mayo de 2001 la compra de Hidrocarbúrico por parte de la alemana EnBW y la portuguesa EDP. Para ello recurrió a una disposición adicional de la Ley de Presupuestos de 2000, que establece que cuando una empresa con capital público (tanto EnBW como EDP) entra en el capital de una compañía que realice su actividad en el mercado energético, sus derechos políticos en la adquirida no pueden superar el 3%.

su legislación a través de la Vigésimoquinta Disposición Adicional de la Ley n.º 62/2003, el 30 de diciembre de 2003, medida no obstante que no fue considerada suficiente por la Comisión Europea, por entender esta institución que la reforma no cumplía plenamente lo exigido por la sentencia del TJCE. En consecuencia, el 5 de julio de 2005 se envió a España un dictamen motivado de conformidad con el art. 228 del Tratado CE. Ante esta actuación, el Parlamento español aprobó el 26 de mayo la Ley n.º 13/2006 por la que se deroga la Ley 5/1995 de privatizaciones, la vigésimoquinta disposición adicional de la Ley n.º 62/2003 y los decretos de desarrollo correspondientes<sup>(65)</sup>, eliminando de esta forma las restricciones a la libre circulación de capitales y a la libertad de establecimiento creadas por la Ley 5/1995 de privatizaciones. Tras ello, el 19 de julio de 2006 se emitió un comunicado en el que se informaba que la Comisión Europea había decidido archivar el procedimiento de infracción contra España, a la luz de las medidas adoptadas para cumplir la sentencia del 13 de mayo de 2003<sup>(66)</sup>.

Como puede advertirse, la sentencia TJCE de 23 de octubre de 2007 no hace sino continuar la doctrina ya sentada del TJCE sobre las «*acciones de oro*», según la cual la eliminación de blindajes instrumentados a través de esta figura jurídica constituye un avance en la obtención de un mercado de control eficaz, en el que existan la menor cantidad posible de obstáculos a la libre circulación de capitales, lo cual es de especial importancia ante intentos de adquisiciones públicas de acciones<sup>(67)</sup>. El gobierno de la canciller alemana Angela Merkel, a pesar de haber defendido hasta último momento la Ley VW, ha anunciado, como no podía ser de otra forma, que acatará la decisión judicial y que la polémica Ley será modificada rápidamente, quedando sin efecto con carácter inmediato los pasajes reprobados por el TJCE. Asimismo ha mencionado que las modificaciones de la Ley VW requerirán la aprobación del *Bundestag* (Parlamento), mas no del *Bundesrat* (Cámara Alta), y que el Gobierno alemán velará para que se modifiquen los estatutos de VW correspondientemente<sup>(68)</sup>. En particular, desde la perspectiva

---

<sup>(65)</sup> *Boletín Oficial del Estado* núm. 126, de 27 de mayo de 2006.

<sup>(66)</sup> *Vid.* comunicado IP/2006/1027.

<sup>(67)</sup> Sobre los efectos de la sentencia TJCE de 23.10.07, *vid.* TEICHMANN, C., y HEISE, E., «Das VW-Urteil des EuGH und seine Folgen», *BB*, 2007, págs. 2577 y ss.

<sup>(68)</sup> Así lo comunicó el Ministerio de Justicia. *Vid.* «Wer gewinnt, wer verliert» (23 de octubre de 2007), en <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,513084,00.html>. También puede consultarse el documento publicado por el *Bundestag* en <http://www.bundestag.de/bic/analysen/2007/Kapitalverkehrsfreiheit.pdf>. Desde otra perspectiva, debe mencionarse que la sentencia TJCE de 23.10.07 ha causado un gran recelo entre los trabajadores de VW, empresa que de momento se ha limitado a comunicar que acatará la decisión del TJCE y que comprobará en qué medida debe modificar sus estatutos sociales (VW ha emitido un comunicado a través de su página web en el que anuncia que comprobará en qué medida deben modificarse los estatutos sociales a consecuencia de la sentencia TJCE de 23 de octubre de 2007, modificación que seguramente se adoptará con ocasión de la Junta General de VW prevista para el 24 de abril de 2008. *Vid.* [http://www.volkswagenag.com/vwag/vwcorp/info\\_center/de/news/2007/10/Statement\\_EuGH.html](http://www.volkswagenag.com/vwag/vwcorp/info_center/de/news/2007/10/Statement_EuGH.html)). Para los trabajadores, la consecuente futura modificación de la VW-Gesetz ha aumentado el temor de que VW sea objeto de una oferta pública de adquisición por parte de una sociedad extranjera que venga a modificar negativamente las condiciones de trabajo y retribución en VW. El Presidente del Sindicato IG Metall, Jürgen Peters, criticó el fallo judicial por considerar que favorece los intereses de los inversores en contra de los trabajadores, mostrando su inquietud ante la perspectiva de que en VW empiecen a producirse reestructuraciones de personal o traslado de centros a otros lugares con costes más bajos, razón por la que ha solicitado al Gobierno que la Ley VW no se derogue por completo y se conserven elementos favorables a los trabajadores (*Vid.* comunicado en [www.igmetall.de](http://www.igmetall.de)). En particular, Jürgen Peters y en el mismo sentido el Comité de Empresa de VW, han hecho hincapié en que se mantenga la previsión según la cual los trabajadores tienen un derecho de veto en el Consejo de Vigilancia en relación con decisiones que tengan que ver con el traslado de factorías. El Comité de Empresa de VW ha exigido además que se garanticen los dos miembros del Consejo de Vigilancia que corresponden al *Land* Baja Sajonia. *Vid.* «Wer gewinnt, wer verliert» (23 de octubre de 2007), en <http://www.spiegel.de/>

de la Comisión Europea la sentencia del TJCE de 23 de octubre de 2007 constituye evidentemente un triunfo en la lucha contra los derechos especiales de los Estados miembros en determinadas sociedades, lo cual es una buena noticia para el mercado interior y la libertad de movimiento de capitales, además de una confirmación de que las «acciones de oro» son un modelo discontinuado que debe tender a desaparecer<sup>(69)</sup>. En el verano de 2005 existían en la Unión Europea aproximadamente 141 sociedades protegidas a través de derechos especiales, pero la actividad supervisora de la Comisión Europea —a cuya iniciativa se han iniciado procesos contra Francia, Portugal, España, Reino Unido, Bélgica, Holanda e Italia<sup>(70)</sup>— ha contribuido a que la mayoría de dichas previsiones desaparezcan; sin perjuicio de ello, la revisión de preceptos que puedan resultar incompatibles con las disposiciones del Tratado de la UE continúa en marcha, estando pendientes asuntos con los Gobiernos portugués y húngaro<sup>(71)</sup>.

---

wirtschaft/0,1518,513084,00.html; «Das VW-Gesetz soll wiederbelebt werden», en *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung* 20.10.07, págs. 35 y 48 y ss., donde se afirma que el portavoz de asuntos de política económica del Partido SPD, Rainer Wend, considera que dichas previsiones que otorgan un derecho de veto a los trabajadores deben ser conservadas en la Ley VW. Para una visión de los efectos de la sentencia TJCE de 23 de octubre de 2007 en relación con los diversos intereses en juego puede verse lo expuesto por nosotros en «sentencia del Tribunal de Justicia Europeo en relación con las limitaciones a la libertad de movimiento de capitales contenidas en la “Ley-Volkswagen”», publicado en la RdS 29, 2007 (en prensa).

<sup>(69)</sup> Vid. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 24.10.07, págs. 1 y 2, y 17 y ss, en donde se recoge la opinión comunicada por el portavoz del Comisario de Mercado Interior Charlie McCreevy.

<sup>(70)</sup> Vid. *supra* sentencias citadas al respecto.

<sup>(71)</sup> En relación con Portugal se revisa la compatibilidad de previsiones en el mercado energético y de telecomunicaciones; en Hungría se verifica si la denominada «Lex-MOL» contiene preceptos que protegen a la empresa eléctrica MOL de adquisiciones hostiles (a este respecto, el consorcio petrolífero austriaco OMV ya intentó sin éxito una adquisición). Vid. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 24 de octubre de 2007, pág. 17.