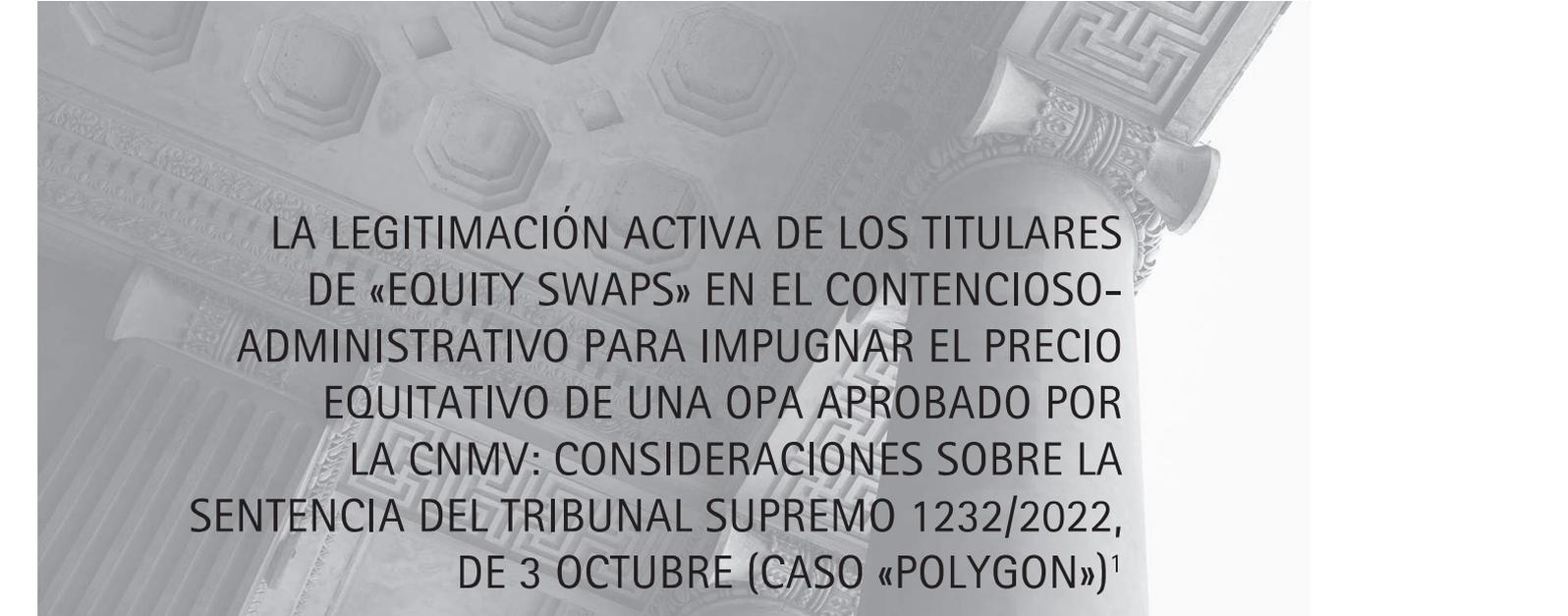




Revista de Derecho Bancario y Bursátil

Número 171 • Septiembre-Diciembre 2023



LA LEGITIMACIÓN ACTIVA DE LOS TITULARES
DE «EQUITY SWAPS» EN EL CONTENCIOSO-
ADMINISTRATIVO PARA IMPUGNAR EL PRECIO
EQUITATIVO DE UNA OPA APROBADO POR
LA CNMV: CONSIDERACIONES SOBRE LA
SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO 1232/2022,
DE 3 OCTUBRE (CASO «POLYGON»)¹

The locus standi to the «equity swap» holders before the
contentious-administrative jurisdiction to challenge the
equitable price approved by the CNMV: Comments on
the Spanish Supreme Court ruling 1232/2022,
of October 3th (the «Polygon» case)

ALBERTO RUIZ OJEDA

.....
Catedrático de Derecho Administrativo. (Universidad de Málaga)

- I. (*) Este artículo tiene su origen en dos Comunicaciones, la primera presentada en la 13.^a Conferencia Anual de la Asociación Española de Derecho y Economía (AEDE), celebrada en la Universidad de Comillas de Madrid los días 29 y 30 de junio de 2023, la segunda en el XIX Harvard-Complutense Seminar sobre «Corporate and Financial Governance: A Transatlantic Perspective», que tuvo lugar en la Harvard Law School los días 25, 26 y 27 de septiembre del mismo año. Estas actividades de investigación se enmarcan en el Proyecto «La digitalización de los mercados financieros (análisis jurídico)» PID2020-113447RB-I00, financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación, cuya Investigadora Principal es la Profesora Isabel Fernández Torres (Universidad Complutense), así como en el Contrato de Transferencia de Resultados de Investigación OTRI 8.06/5.09.5414 (Universidad de Málaga), del que soy Investigador Responsable, y en el UMA Research Institute on Money, Banking and Finance (UMA-RIMBF), del que soy Director. El contenido de este artículo coincide en parte con otro estudio mío de publicación casi simultánea: «Los «equity swaps» en el panorama regulatorio de la nueva LMVSI», en J. M. López Jiménez y R. Perea Ortega (Dirs.), C. de Vivero de Porras (Coord.), «Comentarios sobre la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión», Aferré Editor, S. L., Barcelona 2023, pp. 309-228

RESUMEN: En una Sentencia con fallo harto sorprendente, el Tribunal Supremo ha resuelto la falta de legitimación activa en el contencioso-administrativo de los titulares de «equity swaps» para impugnar el precio equitativo acordado por la CNMV en una OPA de exclusión. Esta cuestión nos obliga a centrar la atención en las cuestiones de fondo, o sea, en la naturaleza y sentido de este instrumento financiero derivado, para descender luego a las de naturaleza procesal, como es la legitimación activa, tradicional punto de conexión entre un ámbito y otro, y sus peculiaridades en esa jurisdicción. Se empleará un análisis combinado de derecho y economía para discernir sobre el flujo de valor en los mercados financieros, la intervención de las instancias de regulación en las operaciones de toma de posición en sociedades cotizadas y en la determinación de precios, el papel de los instrumentos derivados y el tratamiento de todo esto en el orden procesal donde se reside la resolución de conflictos, la jurisdicción contencioso-administrativa. Asimismo, se aportan algunas reflexiones críticas sobre expansión a esta jurisdicción de la legitimación conferida por el Derecho mercantil a los accionistas y a ciertos terceros para la impugnación de acuerdos sociales.

PALABRAS CLAVE: Derivados sobre acciones – Legitimación activa – Jurisdicción contencioso-administrativa – Precio equitativo – OPA de exclusión – Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

ABSTRACT: In a highly surprising ruling, the Supreme Court has resolved the lack of legal standing in the contentious-administrative proceedings of the equity swap holders to challenge the equitable price agreed by the CNMV in a delisting takeover bid. This question obliges us to focus our attention on the substantive issues, that is, on the nature and meaning of this derivative financial instrument, to then descend to those of a procedural nature, such as active legitimacy, the traditional point of connection between an area and another, and its peculiarities in that jurisdiction. A combined analysis of law and economics will be used to discern the flow of value in financial markets, the intervention of regulatory bodies in position-taking operations in listed companies and in price determination, the role of financial instruments derivatives and the treatment of all this in the procedural order where the resolution of conflicts resides, the contentious-administrative jurisdiction. Likewise, some critical reflections are provided on the expansion to this jurisdiction of the legitimacy conferred by commercial law on shareholders and certain third parties to challenge corporate agreements.

KEYWORDS: Equity swaps – Locus standi – Contentious-administrative jurisdiction – Equitable Price – Delisting takeover bid – Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Fecha de recepción: 10-7-2023

Fecha de aceptación: 15-9-2023

SUMARIO: I. NOCIONES INTRODUCTORIAS Y RESUMEN DEL CASO LITIGIOSO: EQUITY SWAPS SOBRE ACCIONES DE UNA SOCIEDAD COTIZADA EN EL MARCO DE UNA OPA DE EXCLUSIÓN. 1. *Algunas explicaciones sobre el genus de los equity swaps y sus funciones en los mercados financieros.* 1.1. Los equity swaps en la jerga y en la realidad de la operatoria financiera. 1.2. Sentido y funciones de los equity swaps en los mercados financieros. 2. *Algo sobre las OPAs de exclusión en relación con el caso litigioso.* II. LA LEGITIMACIÓN PROCESAL A LA LUZ DEL CASO DE ESTUDIO: COINCIDENCIAS NOMINALES Y DIVERGENCIAS SUSTANTIVAS ENTRE EL ORDEN JURISDICCIONAL CIVIL-MERCANTIL Y EL CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVO. 1. *¿Tienen los titulares de equity swaps la condición de «terceros con interés legítimo» para la impugnación de acuerdos sociales?* 2. *La legitimación activa en el contencioso-administrativo.* 2.1. Aspectos generales.

2.2. La legitimación y el derecho fundamental a la tutela judicial efectiva en el proceso contencioso-administrativo. 2.3. Evolución del título legitimador en el contencioso-administrativo. De la titularidad de un derecho a la titularidad de un interés. Del interés directo al interés legítimo. 2.4. Resumen y recapitulación sobre el interés legítimo en el contencioso-administrativo. III. APLICACIÓN DE LA JURISPRUDENCIA CONSTITUCIONAL Y DEL TRIBUNAL SUPREMO AL CASO *POLYGON*: CONSIDERACIONES CRÍTICAS SOBRE LA SENTENCIA 1232/2022. IV. REFLEXIONES FINALES.

I. NOCIONES INTRODUCTORIAS Y RESUMEN DEL CASO LITIGIOSO: *EQUITY SWAPS* SOBRE ACCIONES DE UNA SOCIEDAD COTIZADA EN EL MARCO DE UNA OPA DE EXCLUSIÓN

1. ALGUNAS EXPLICACIONES SOBRE EL *GENUS* DE LOS *EQUITY SWAPS* Y SUS FUNCIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

1.1. Los equity swaps en la jerga y en la realidad de la operatoria financiera

Habitualmente, la primera barrera de acceso a la comprensión de los mercados financieros es terminológica. La dificultad de entendimiento de los *equity swaps* radica en su grado de complejidad y abstracción y en la amplitud de significado del epígrafe, que cobija una considerable variedad de modalidades que –como explico a renglón seguido– comparten un rasgo común, por lo demás deletéreo: trasladar el riesgo de activos financieros sin trasladar su propiedad. Importa retener esta idea para captar tanto el núcleo conceptual de los *equity swaps* como el litigio analizado. No pretendo hacer una exposición sistemática o exhaustiva de estos instrumentos financieros ni ensayar un resumen completo de sus modalidades, sino tratar con orden los aspectos estrictamente necesarios para comprender el supuesto litigioso contemplado. Empiezo por ensayar la descripción del rasgo nuclear de los *equity swaps* y paso luego a las modalidades, con la promesa de ser conciso.

El género de los *equity swaps* cobija especies contractuales consistentes en una forma de seguro para la cobertura del riesgo asociado a la titularidad de activos financieros de renta variable. Hemos de precisar que, si bien solemos pensar que el riesgo es el objeto propio de las transacciones que denominamos contratos de seguro, no consideramos con la misma frecuencia que, en realidad, el riesgo es un elemento no solo indispensable sino omnipresente en cualquier transacción, sea cual sea su objeto, si bien la relevancia del riesgo en relación con otros factores para la configuración de la transacción es muy variable y no puede predeterminarse al margen de cada una de ellas. El negocio jurídico es, simplemente, una manera de instrumentar intercambios y, simultánea y necesariamente, de gestionar riesgos, o sea, de asignarlos a las partes. La omnipresente sutileza de los riesgos en las transacciones incide en todos los componentes del negocio, consentimiento, objeto, causa y, cómo no, en el precio –en general, en las contraprestaciones, sean cuales fueren–. Cuando el objeto de la transacción es un activo, se asignan necesariamente riesgos, pero cuando el objeto de la transacción es un riesgo, también se asignan activos a las partes. El problema radica en la visibilidad de unos y de otros, riesgos

y activos, que suele ir vinculada a su relevancia para las partes más que a su existencia en la transacción, que es inevitable. Precisamente, *equity swaps* es un pabellón genérico que cobija diversas técnicas que instrumentan institucionalmente el entrecruzamiento, dosificación y equilibrio entre riesgos y activos.

Así, en los contratos habituales de seguro de hogar contra incendios, su objeto es el riesgo de destrucción del inmueble y sus pertenencias por el fuego, la prima es el precio y la causa, en tanto que contrato recíprocamente oneroso, las prestaciones entregadas y recibidas por las partes. Para ver que hay un activo intrínsecamente insertado en esta estructura contractual, no nos fijaremos tanto en el bien inmueble asegurado como en el mayor valor de mercado que tiene una casa con seguro respecto de otra que carece de tal cobertura; este mayor valor puede ser considerado, en cuanto tal, como un activo o como una parte de un activo principal, adicionada por la existencia del contrato. Esto nos permite entender desde un ángulo peculiar que el riesgo de incendio puede ser –y de hecho es– gestionado de diversas maneras, entre otras, mediante un no-contrato de seguro, lo cual supone un menor valor presente del inmueble. Así, el propietario tendría básicamente dos opciones: pagar la prima de seguro o tener un activo con menor valor de mercado, o sea, menos activo. Y la decisión, que podría adoptarse a través de una metodología actuarial rigurosa, con frecuencia adquiere el perfil de una *capitalización informal*: el propietario calcula el valor presente de las primas, lo compara con la pérdida de valor presente de mercado del activo y elige lo uno o lo otro. No me olvido en este argumento del temor del propietario a la eventual destrucción de su hogar sin compensación alguna, ya que está inevitablemente incluido en el indicado mecanismo de capitalización, regido por criterios marginales, de prioridad intertemporal y de coste de oportunidad.

Cualquier modalidad de *equity swap* maneja esa misma combinación de activos y de riesgos que encontramos en el contrato de seguro contra incendios. El *activo subyacente* de un *equity swap* que denominaríamos *típico* no es un inmueble, sino un título-valor representativo de una participación en el capital de una compañía; no obstante, en algunas modalidades que suponen un mayor grado de abstracción o de lejanía de un título-valor, se trata de un valor cuantificable en un momento posterior a la celebración del contrato, según explico luego. Pero la disparidad de activos subyacentes no hace cambiar el núcleo de la estructura contractual, ya que en ambos casos se transfiere el riesgo de pérdida asociado a un activo sin transferir la propiedad de dicho activo, sea plena, sea como dominio útil o como dominio directo. En suma, los *derivados* no son más que una denominación genérica de contratos con los que las partes gestionan los riesgos inherentes a la propiedad de un activo sin alterar por sí mismos dicha propiedad, aunque tal alteración pueda verificarse en un momento posterior –pensemos, por ejemplo, en un contrato de opción de compra o de venta, o en la *liquidación en especie* de un *equity swap*, a la que luego me referiré– como consecuencia del ejercicio de las facultades que el propio *derivado* confiere a alguna de las partes o a todas ellas. En este sentido, el contrato de seguro contra incendios que hemos tomado como referencia

puede ser visto como un *derivado* sobre el inmueble asegurado, que es su *activo subyacente*. Como se ha anticipado, el *derivado*, al proporcionar una cobertura de riesgos, tiene un valor por sí mismo y puede ser objeto de transacción o transferencia, ya que es un activo.

Aclaro que he elegido deliberadamente la referencia de los contratos de seguro contra incendio porque me parecía más útil para comprender la vinculación entre riesgo y activo existente en cualquier clase de transacción, en lugar de emplear la comparación entre los *equity swaps* y otras figuras habituales en los mercados financieros, tales como los seguros de tipo de cambio o de tipo de interés y esa otra clase de *derivados* bien conocidos que son los *futuros* y las *opciones* que, a su vez, suelen negociarse en el mercado secundario, sean o no un mercado organizado. Me siento excusado de explicar aquí en qué consisten estas figuras con las que el lector estará familiarizado y me limito a señalar la intercambiabilidad habitual entre un contrato de seguro de tipo de interés o de tipo de cambio y un *derivado* en forma de *futuro* o de *opción*. Apunto también que semejante fluidez es el origen mismo de las dificultades de definición y conceptualización de estas figuras, de las que ven aquejados –y no precisamente poco– los *equity swaps*, como enseguida veremos.

El titular de un *equity swap* que denominaría *típico* –en la jerga, un *total return swap*– adquiere los rendimientos que produzcan en el futuro y por cualquier concepto las participaciones en el capital de una sociedad cotizada sobre las que recaer como activo subyacente y, a cambio, paga al propietario de dichas participaciones un interés. Dicho de otro modo, sin transferencia alguna de activos ni desembolso inicial de fondos, hay un *intercambio de flujos de pago*: el emisor del derivado adquiere el derecho a recibir un interés, fijo o variable, sobre el importe del *nominal del contrato*–también llamado *nocional del equity swap*, y que es una parte (muy rara vez el 100%) del valor otorgado por los contratantes al activo subyacente–; al titular del *equity swap*, por su parte, le corresponden los rendimientos que, en forma de dividendo y/o de plusvalía, produzcan las participaciones sociales. La finalidad de gestión de riesgos salta a la vista: el emisor del *equity swap* y propietario de las participaciones –que se mantiene en todo momento como tal y conserva todos los derechos inherentes a su condición, incluidos los políticos, sin perjuicio de que el contrato prevea la cesión de derechos de voto o el adquirente del *swap* tenga facultades de prescripción al emisor para el ejercicio de tales derechos– transfiere al titular del *equity swap* el riesgo de percepción de rendimientos del subyacente, a cambio de renunciar a una posible diferencia entre una cuantía de dividendos y de plusvalías superior al de los intereses sobre el *nominal* del contrato. El contrato es bilateral, recíproco y sinalagmático, pero no tiene precio explícito, ya que la relación consiste en una permuta de posiciones –de ahí la denominación de *swap*– y de los citados *flujos de pagos*. Por economía transaccional, los pagos no se llevan a cabo más que *por diferencias*–esta es la razón de la calificación de los *equity swaps típicos* como *contratos por diferencias*– entre unas cuantías y otras –dividendos e intereses y plusvalías o minusvalías– en los momentos

indicados en el contrato para esa liquidación: una parte paga a la otra la diferencia que haya a su favor.

Los contratos de *equity swap* típicos establecen un plazo de duración y suelen incluir condiciones resolutorias, eventos sobrevenidos que, según las partes, alteran significativamente la relación y provocan su extinción: en el caso del que nos vamos a ocupar, la exclusión de cotización de las acciones subyacentes.

Como ya va dicho, para desgracia de nuestros empeños de comprensión y para la integridad de la modalidad típica que acabo de describir, la denominación *equity swap* es empleada en la operatoria de los mercados financieros para designar instrumentos derivados cuyo activo subyacente no son participaciones en sociedades de capital, sino títulos de deuda, índices bursátiles o de cualquier otro tipo de mercado organizado –reciben entonces el nombre de *equity indexed swaps*². Ciertamente, tampoco es extraño que se empleen denominaciones que permiten diferenciar bien unos instrumentos de otros, por ejemplo, cuando el activo subyacente es un título de deuda –*debt swap*– pero no lo es menos que la etiqueta *equity swap* sea empleada para referirse a estos y a todos los demás instrumentos que ahora mencionamos. Básicamente, un *equity swap* es un producto derivado consistente en ser un sustitutivo, no perfecto, pero sí muy semejante, de una inversión directa y explícita en títulos valores, emitidos por una, por varias o por muchas entidades. En este último caso, el *equity indexed swap* replica, según hemos visto, un índice de cotización –o varios de ellos, a modo de *cesta* de índices– y confiere a su titular el rendimiento, positivo o negativo, de dicho índice durante el periodo temporal establecido en el contrato, que debe ser pagado por el emisor que, a cambio, recibe de dicho titular el pago de los intereses sobre el *nominal* del contrato. Respecto de esto último, aclaremos que, como en los *equity swaps* típicos, no hay un préstamo propiamente dicho del emisor del derivado a su adquirente, ya que no se lleva a cabo desembolso inicial alguno, pero sí una determinación en el contrato de dicho capital o *nominal*, sobre el que gira el interés a favor del emisor y el rendimiento del índice para efectuar las liquidaciones periódicas y el pago del saldo positivo resultante a la parte que corresponda. Se trata, por

2. Me permito recomendar y seguir aquí el excelente –además de asequible– trabajo de D. M. Chance y W. H. Wright, «Equity Swaps and Equity Investing», *The Journal of Alternative Investments*, Vol 7, Issue 1 (2004), pp. 75-97, DOI 10.3905/jai.2004.419606. Hay un estudio, verdaderamente exhaustivo, de M. M. Mingot Aznar, *Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles («Equity swap»)*, Tesis Doctoral dirigida por el Dr. A. J. Tapia Hermida, Universidad Complutense, Madrid 2016, 501 pp., no menos recomendable y que también citaré. Respecto de las diferencias y semejanzas entre los *equity swaps* sobre acciones y sobre índices, explica bien Mingot Aznar que «son negocios de operativa y características esencialmente diferentes, con el punto común de estar basados en una estructura de permuta financiera de pagos y referenciar la evolución bursátil de la renta variable», si bien existe entre ellos «unicidad de causa de cobertura del riesgo de mercado de la renta variable», así como una uniformidad de denominación contractual «en las principales asociaciones profesionales de derivados» (*op. cit.*, pp. 477-478).

tanto, del ya indicado intercambio de flujos y de posiciones por el que los riesgos de los rendimientos de los títulos participativos en sociedades de capital cotizadas y el del interés fijo –aunque también puede ser un interés variable– sobre el *nominal* del contrato o *nocional del swap* son asignados a las partes.

En los *equity indexed swaps*, el índice del mercado de referencia en sí mismo es el subyacente del derivado y no un concreto o concretos títulos valores o participaciones en el capital social, como sucede en los *equity swaps típicos*. Eso hace que el cumplimiento de las expectativas del adquirente del *equity indexed swap* dependa de factores más generales que la marcha concreta de la compañía o compañías que emiten los subyacentes, tales como el correcto funcionamiento del mercado y, específicamente, del mercado o mercados organizados sobre los que se forman el índice de referencia. Hemos de retener este aspecto porque resulta fundamental para analizar la cuestión de la legitimación procesal de los titulares de *equity swaps*.

Con un simple apunte explico la razón de la extrañeza que cualquier observador siente ante el empleo de la denominación *equity swaps* para aquellos derivados cuyos subyacentes son títulos valores de deuda y con interés fijo. Simplemente, se les pone esa etiqueta porque instrumentan la permuta entre una posición –un flujo monetario– de una inversión en renta fija –bonos, obligaciones, pagarés– y otra en renta variable –acciones y participaciones sociales–; por eso, en la medida en que tenemos un componente de *equity*, aunque sea *en el otro lado* de la relación respecto de los *equity swaps típicos*, se denominan igualmente *equity swaps*. Como es obvio, en estos *equity swaps* con títulos de deuda como subyacente, el titular de dichos títulos es el emisor del *derivado* que, por tanto, confiere a su adquirente el derecho a percibir los flujos procedentes del título de deuda –principal e intereses a tipo fijo– y, a cambio, recibe el flujo de pagos procedente, bien de un índice bursátil u otro mercado cotizado de títulos de renta variable, bien de participaciones en sociedades de capital o de un conjunto de ellas. No hay que olvidar que la operación contiene un capital nominal que da lugar a derechos de crédito que se liquidan, como en todo *equity swap*, por diferencias, de manera que los pagos de una parte a otra solo se realizan en los momentos previstos por el contrato y son hechos en favor de quien tiene saldo a su favor, según el flujo procedente del título de deuda subyacente sea mayor o menor que el procedente de la posición de rendimiento variable. En efecto, sería más clara la ya indicada denominación de *debt swaps* o, si me permiten la propuesta, la de *reversal equity swaps* o *equity swaps inversos*, que identifica la condición de títulos de deuda empleados como subyacente de estos *derivados*, pero, en la medida en que la referencia del otro flujo son rendimientos variables, procedentes de participaciones accionariales, se opta en la práctica de los mercados por ese mortificante etiquetado genérico de *equity swaps*.

Todo esto no se entiende si se prescinde de la necesidad intrínseca de los operadores de los mercados financieros, especialmente los mayoristas, de gestionar los riesgos, normalmente mediante su diversificación a través de muy

variadas técnicas y de ofrecerse entre ellos y al público en general herramientas útiles, entre las que se encuentran estas clases de derivados de efectividad acreditada y que canalizan la aplicación de grandes y crecientes volúmenes de capital. Los *equity swaps*, en tanto que practican el intercambio de posiciones entre las partes, permiten dicha diversificación de riesgos y proporcionan ventajas y ganancias de eficiencia. Téngase en cuenta, por ejemplo y en relación con la modalidad *debt* de *equity swaps*, que, pese a su nombre, los títulos de renta fija también comportan riesgos de pérdidas y, por este motivo, en especial sus grandes tenedores buscan soluciones para atenuarlos, típicamente mediante la permuta de todo o parte de sus posiciones con otras de renta variable.

1.2. Sentido y funciones de los equity swaps en los mercados financieros

Los *equity swaps*—para simplificar la exposición, consideraremos a partir de aquí solo los *total return*, que he llamado *típicos*— son una de esas invenciones del mercado financiero que hacen efectivo que un título-valor sea un valor más que una cosa y se comporte como tal, ya que trasladan el riesgo de la variación de la cotización y, por tanto, de pérdida o de ganancia, del accionista al adquirente de un derivado —el *equity swap*— cuyo subyacente es la acción o acciones sobre las que recae. La forma en que un *equity swap* traslada el riesgo del valor de cotización y, con él, el valor mismo —que no el título ni la condición de socio— del accionista al adquirente del derivado es a través un crédito, que convierte una propiedad —que, en Derecho romano clásico, no es más que la *res*— en un débito; del *es mío* pasamos al *me lo debes* y, con esto, el crédito hace que fluya el valor, flujo que confiere vida al valor que, de lo contrario, quedaría reducido a lo que dieran de sí la capacidad, habilidad y voluntad del *dominus*³. La denominación de posición *apalancada*, es decir, casi íntegramente obtenida por el adquirente del derivado sin desembolso inicial —a veces empleada con connotaciones peyorativas— no hace más que expresar el núcleo crediticio de toda forma de circulación del valor.

Los *equity swaps* proporcionan al mercado financiero ganancias de eficiencia notables, que bien merecen ser enunciadas:

1.º) Permiten a los tenedores de acciones gestionar correctamente el riesgo de fluctuación del valor de las participaciones en sociedades de capital —normalmente cotizadas—, diversificarlo, lo cual incentiva, entre otras cosas, la inversión mayorista en mercados organizados y, con ella, su liquidez mediante la consecución de un volumen de operaciones

3. Destacaría, a este respecto, tres de los estudios de A. d'Ors sobre las daciones crediticias: «Una observación sobre la naturaleza del depósito no gratuito en Derecho Romano», *Revista de la Facultad de Derecho de Madrid*, nn. 6-7 (1941), pp. 129-137; «*Creditum* y *contractus*», *Anuario de Historia del Derecho Español*, n. 26 (1956), pp. 183-208; «*Creditum*», *Anuario de Historia del Derecho Español*, n. 33 (1963), pp. 345-364. García Hervás ofrece una exposición extensa y completa de las aportaciones de d'Ors en «Teoría del *creditum*», *Cuadernos Informativos de Derecho Histórico Público, Procesal y de la Navegación*, nn. 9-10 (1989), enero, pp. 1887-2038.

adecuado. Asimismo, correlacionan de manera justa y eficiente los riesgos y las retribuciones. Tanto en el lado de quienes emiten como de quienes adquieren *equity swaps*, se produce un incremento de la especialización de los agentes y una adición de masa crítica en los mercados para el tratamiento de riesgos; los *equity swaps* son contratados entre operadores con el adecuado nivel de profesionalización, o sea, entre intermediarios financieros.

2.º) La operatoria de los *equity swaps* es capaz de generar unas referencias de precios para los agentes del mercado, también y especialmente sobre los subyacentes. Los *equity swaps* eran contratados hasta hace relativamente poco *over the counter* –de ahí su tradicional inclusión dentro de la denominación genérica del acrónimo OTC– es decir, con arreglo a las condiciones específicas de cada transacción y activo subyacente, de manera bilateral y fuera de mercados organizados, lo cual suponía que dichas referencias de precios solo eran tales para quienes habitualmente intervenían en este tipo de operaciones. Con el nuevo régimen de obligaciones de contratación y de post-contratación impuesto por la normativa de la UE, ya incorporada al Derecho español, un creciente número de este tipo de derivados se negocian y liquidan a través de mecanismos normalizados y sujetos a regulación prudencial⁴, aunque se trata de centros de negociación que no pertenecen a la categoría de mayor densidad regulatoria, que son los denominados *mercados organizados*.

3.º) Reducen significativamente los costes de transacción de las operaciones de inversión. En tanto que contrato de intercambio de flujos –la idea de *swap*, de permuta de posiciones, pretende indicar justamente eso– el accionista recibe como retribución el interés, fijo o variable (normalmente, euribor más un *spread* o diferencial), sobre el importe *nominal* del *equity swap*, capital que no es otro que un porcentaje (siempre inferior al 100%, como se ha dicho) del valor de las acciones en el momento de cerrar la operación; por su parte, quien adquiere el *equity swap* percibe, en su caso, los dividendos que reparta la sociedad cotizada y las plusvalías o minusvalías generadas por las diferencias de los valores de cotización en los momentos temporales establecidos en el contrato. La ya citada denominación de *contrato por diferencias* expresa su funcionamiento mediante liquidaciones periódicas y, en cualquier caso, a su finalización. El emisor tiene como garantía de la operación la propiedad de las acciones, que no se transfiere al adquirente del *equity swap*–tampoco se hace con su posesión o usufructo–; de esta manera, no solo se evita la aplicación de la *prohibición del pacto comisorio* sino que se consigue una garantía efectiva y sin costes adicionales⁵, y esto sin perjuicio de que se establezcan en

4. Me ocupo de esto y de otros aspectos relacionados en mi ya citado trabajo «Los *equity swaps* en el panorama regulatorio de la nueva LMVSI».
5. Sin tiempo para detenerme en este aspecto, debo remitir a las esclarecedoras consideraciones que hace Mingot Aznar sobre la asimilación del *equity swap* a la *fiducia cum creditore* y su tratamiento en nuestra jurisprudencia, en *Caracterización jurídica*

el contrato, *ad casum*, colaterales específicos –con frecuencia, en forma de depósitos–, entre otras razones, porque está exigido por la normativa vigente para salvaguardar la solvencia del emisor. Lo que se acaba de decir no impide que, por previsión contractual expresa y si así lo decide el adquirente, la liquidación del derivado se haga *en especie*, en lugar de en efectivo, mediante la compra bursátil, a cargo del emisor del derivado, del valor o valores subyacentes, posibilidad que, como es obvio, no puede existir en los *equity swaps* sobre índices bursátiles.

4.º) El *equity swap* incorpora a un mismo bloque contractual todos los costes asociados a la operación, incluidos los fiscales⁶, por ejemplo, el impuesto sobre transacciones financieras, del que es sujeto pasivo el adquirente de las acciones cotizadas subyacentes. Lógicamente, tales costes son repercutidos vía precios –el interés sobre el importe *nominal* del contrato y las comisiones– por el emisor del derivado.

Sobre los derivados extrabursátiles recae la tacha de la opacidad y complejidad extremas⁷, como si la regulación y el *soft law* o –sin ir más lejos– la propia legislación, fueran, en su estado actual, dechados de transparencia e inteligibilidad. El *gran relato* de la última crisis financiera global incluye una bien conocida *leyenda negra* de los derivados como producto estrella de la *banca en la sombra*, a la que se achaca un funcionamiento fuera del control regulatorio y una incidencia nefanda sobre la política monetaria, concretamente sobre la liquidez⁸. El relato omite toda referencia a la represión financiera impuesta por los tipos de interés negativos y al fomento por los reguladores de las mismas prácticas por ellos condenadas. Luego me referiré a algunos rasgos y consecuencias del nuevo régimen legal de control de las posiciones de derivados que más directamente afectan a los *equity swaps*. No menos infrecuente resulta su consideración peyorativa como instrumentos *especulativos*, normalmente por parte de quienes no llegan a entender que la especulación es consustancial a la existencia y funcionamiento de cualquier mercado verdadero y que la liquidez que proporcionan, lejos de ser obra de la nigromancia reguladora, solo

del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles («*Equity swap*»), cit., pp. 428-431.

6. Este aspecto aparece muy bien tratado por Chance y Wright, «*Equity Swaps and Equity Investing*», cit., p. 77.
7. Puede verse, a este respecto, el trabajo de J. Esteve Pardo, «Los derivados extrabursátiles. Retos y contradicciones de su regulación», en M. A. Salvador Armendáriz (Dir.), *Regulación bancaria: transformaciones y Estado de derecho*, Thomson-Reuters-Aranzadi, Cizur Menor 2014, pp. 321-345.
8. Como bien explican Chance y Wright (*cf. op. cit.*, p. 76), es sobradamente conocido que, desde sus orígenes, los *equity swaps* constituyen una forma más de inversión indirecta en los mercados bursátiles y que se han convertido ya en una de las más importantes junto con los *exchange-trade funds* (ETFs) o fondos de inversión cuyas participaciones cotizan en dichos mercados organizados y que, por tanto, pueden ser liquidadas a demanda y de manera prácticamente inmediata por sus titulares. La liquidez gestionada por los ETFs y por los *equity swaps* de manera alternativa a los conductos regulares de la banca convencional y de los Bancos Centrales han sido, en efecto, un refugio de los ahorradores-inversores frente a las medidas de política monetaria.

es posible mediante el reconocimiento de pérdidas y de ganancias en el corto plazo por parte de quienes en ellos operan, ya que exactamente en eso consiste especular, en sentido técnico. Me he ocupado en otro estudio con algo más de detalle en los cambios de marco normativo dirigidos a reconducir los derivados extrabursátiles hacia mecanismos regulados, tanto para su contratación como para su liquidación⁹.

2. ALGO SOBRE LAS OPAS DE EXCLUSIÓN EN RELACIÓN CON EL CASO LITIGIOSO

En mercados financieros grandes y maduros, concretamente en el estadounidense, los cambios en la toma de control de compañías cotizadas se producen, sin más, con arreglo a criterios de plena rivalidad entre las propias empresas y los potenciales compradores y vendedores de las acciones. La profundidad, amplitud y variedad de títulos de compañías y la consiguiente abundancia de alternativas de inversión, el correcto funcionamiento de los mercados organizados para la formación de precios, un adecuado gobierno corporativo, la fluidez de la información, la diversificación y especialización de operadores y agentes y el buen desempeño de sus funciones por parte de las autoridades de regulación hacen innecesario un régimen como el vigente, entre otros, en los países de la UE, el de Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs). Importa entender que el lanzamiento de una OPA por parte de quien adquiere la posición de control en una cotizada, en definitiva, no es más que la trasfiguración de una transacción de mercado, de modo que viene a hacerse bajo tutela gubernativa aquello que, de no existir las asimetrías informativas y posicionales que pretenden corregirse, se llevaría a cabo *inter privados*, sin mediación de la autoridad reguladora. Si mi interpretación es correcta, la regulación no pretendería suplantar al mercado, sino asistirlo, suplir algunas de sus imperfecciones. Podríamos decir que la regulación es una suerte de ortopedia que se despliega en una multiplicidad de prótesis. Los mercados financieros, por pura necesidad, no cesan de innovar, es más, la gestión de riesgos es el origen y causa de toda clase de innovación y, por tal motivo, donde no hay riesgos que afrontar no hay innovación posible.

Las OPAs obligatorias¹⁰ responden a la intención de garantizar el pago de la prima de control por parte de quien adquiere una posición de dominio en una sociedad cotizada a aquellos accionistas que consideren que la evolución futura del valor de las acciones, en el escenario de nuevo accionista de control

9. Véase Ruiz Ojeda, «Los *equity swaps* en el panorama regulatorio de la nueva LMVSI», cit.

10. Actualmente, el régimen legal español de OPAs se encuentra en el Capítulo V (arts. 108 a 117) del Título IV de la reciente Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI). Hay que entender vigente, en todo lo que no se oponga a las previsiones de la nueva Ley, el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, que desarrollaba los arts. 128 y ss. del Texto Refundido de la derogada Ley del Mercado de Valores de 2015, que traspuso en su día a nuestro ordenamiento la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento y del Consejo, de 21 de abril de 2004, sobre OPAs.

que se les presenta, no satisface sus expectativas o, simplemente, no están alineados con quienes van a convertirse en socios dominantes. Se trata, por tanto, de que el nuevo dominante comparta con los demás accionistas el mayor valor que para él tiene una sociedad que pasa a controlar. Mediante una OPA, se haría efectiva la tríada de opciones descrita por A. O. Hrischman (*exit, voice, loyalty*)¹¹, concretamente la de salida de los socios no seducidos por el proyecto de gestión del nuevo dominante, que participarían, mediante el precio equitativo de la OPA, del plusvalor derivado del control. Como es bien sabido, esta obligación de lanzamiento de OPA tiene dos supuestos: cuando la toma de control se hace con continuidad de la cotización bursátil de la compañía y cuando se proyecta la cesación de la cotización, en cuyo caso se denomina OPA de exclusión.

Las cuestiones implicadas en el régimen de OPAs serían, en resumen y esencialmente, tres¹²: a) procurar la correcta formación de precios; b) hacer posible el adecuado flujo de información en el mercado y entre los agentes principalmente implicados; c) corregir las asimetrías posicionales de los *stakeholders*.

La visión que propongo del entramado relacional de las OPAs contiene, obviamente, unas claves hermenéuticas. En concreto, la instancia reguladora –en nuestro país, la CNMV– vendría a ser una especie de *tercero intercedido*, una instancia interpuesta entre las partes verdaderas de la transacción. En una OPA, tales partes son el nuevo entrante a la posición de control, los accionistas presentes de la sociedad cotizada y, no menos importante, quien o quienes ceden o facilitan al primero la toma de control, caso de que se trate de una OPA concertada, amigable o *no hostil*. Me refiero con esto último, como es lógico, a los accionistas existentes, normalmente propietarios de una participación relevante –en mayor o menor medida– que, con su transmisión al controlador pretendiente le allanan el camino. Nos encontraríamos aquí, en efecto, con la *externalidad* relevante de una transacción bilateral entre el accionista de referencia presente y el nuevo, que tendría como objeto principal la potencial exclusión del resto de los accionistas de la participación en la prima de control, compartida exclusivamente por el controlador saliente y el entrante. Es lógico pensar que el precio equitativo cumple aquí la función redistributiva común y esencial a toda técnica regulatoria: hacer partícipes a los accionistas que así lo quieran del plusvalor de la compañía para el nuevo controlador representado

11. *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press, Cambridge (MA) 1972, 176 pp. El recurso a la argumentación de Hrischman es frecuente en el ámbito societario y, concretamente en el orden de cuestiones que analizamos aquí: véase, por ejemplo, J. Mesaguer Fuentes, «Legitimación en materia de impugnación de acuerdos sociales», *Almacén de Derecho*, 29 mayo 2016, disponible en <https://almacenederecho.org/lecciones-legitimacion-materia-impugnacion-acuerdos-sociales>.

12. En este sentido, *cfr.* García de Enterría Lorenzo-Velázquez, «Las Ofertas Públicas de Adquisición de valores», en F. Uría Fernández (Dir.), *La regulación del mercado de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, Wolters Kluwer, Las Rozas 2021, pp. 497-498.

por la prima de control. Y digo que así lo quieren porque, en definitiva, tienen dos alternativas: confiar en que el plan de negocio del nuevo dominante y su ulterior desarrollo van a suponer una revalorización de sus acciones y, por tanto, mantener su condición de accionistas; o, por el contrario, no albergar tal expectativa y, en consecuencia, vender sus acciones al entrante en la posición de control y participar de la prima de control.

En una OPA concertada, el precio equitativo puede constituir una referencia crucial para la transacción entre el nuevo controlador y el facilitador, concretamente para cuantificar el reparto de la prima de control, convertido ya en un juego suma-cero. El *estrés* de los interesados se exagera cuando, además, la OPA es *de exclusión*-la toma de control va seguida de la salida voluntaria de la compañía del mercado organizado¹³-, ya que los accionistas minoritarios que, eventualmente, decidan no vender sus participaciones quedarán literalmente atrapados en la compañía por la falta de liquidez de los títulos que provoca su salida del mercado cotizado. Esto, a su vez, eleva a un nivel superior la gravedad de las asimetrías informativas en favor de los controladores, presente y futuro, por una parte, y en potencial desfavor del resto de accionistas, por otra, ya que son aquellos quienes tienen un conocimiento mucho más preciso del proyecto empresarial del nuevo entrante y pueden materializarlo mejor en su propia ventaja en menoscabo, una vez más, de los demás accionistas, normalmente minoritarios. Como he dicho, esto no sucede, o se ve reducido a la irrelevancia, en mercados financieros amplios, profundos y competitivos, donde los operadores se guían por la estrella polar de los precios, complementados por la información limitada que son capaces de obtener por los medios a su disposición.

Hasta aquí, el patrón y sus personajes habituales. La situación adquiriría una complicación adicional cuando quienes se vieran afectados por el reparto de la prima de control de la cotizada fuesen otros agentes distintos de los accionistas minoritarios o no-facilitadores, concretamente por la existencia de mecanismos contractuales que trasladan el riesgo de la fluctuación del valor de las acciones desde el accionista a otros que no solo no son accionistas, sino que en absoluto pretenden serlo. Aquí es donde la innovación, fruto de la gestión de riesgos y tan propia de los mercados financieros, irrumpe en la cacharrería de los conceptos jurídicos, pero de una manera bien conocida, de la mano del valor. La sabiduría legal convencional emplea la denominación de título-valor para referirse a estas realidades, pero no es infrecuente el apego a la primera parte del binomio -el título-, hasta casi olvidar por completo la segunda -el valor-, que es, además, el componente indispensable del dinero y de todo signo que lo represente -el título-, por seguir la terminología de nuestro Código civil (art. 1445).

Hemos de mencionar un aspecto de notable interés para nuestro estudio de caso; se trata del cómputo de las posiciones de *equity swap* para el cálculo

13. El régimen de las exclusiones voluntarias de cotización, que comporta por sí misma la obligación de lanzamiento de una OPA, con independencia de que haya o no cambio de control, se encuentra actualmente en el art. 65 de la nueva LMVSI.

del porcentaje de participación en sociedades cotizadas que obligan al lanzamiento de una OPA. Sin entrar en más detalles que en los estrictamente imprescindibles¹⁴, diremos que, en la medida en que los derivados que ahora nos ocupan son una forma indirecta de inversión en compañías cotizadas, la regulación se ha preocupado por incluir estas posiciones a los efectos de determinar la existencia de una situación de dominio y el consecuente deber de puesta en marcha de la OPA por el dominante. Como es obvio, dicha previsión incluye la obligación de comunicación de las posiciones en derivados, en el caso de España, a la CNMV¹⁵, con presunción normativa expresa, a efectos de cálculo de posición dominante, de existencia de derechos de voto a través de persona interpuesta en la sociedad cotizada por parte de los titulares de derivados¹⁶.

En el caso de estudio que nos ocupa, la disconformidad de Polygon, titular de los *equity swaps* sobre las acciones de Telepizza, guardaba una relación especial con las fluctuaciones a la baja de la cotización de la compañía, a su juicio, razonablemente derivadas de un precio equitativo que, no solo Polygon sino el mercado en su conjunto consideró inadecuado, como lo demuestra la evolución de dicha cotización desde el momento mismo del anuncio de la OPA de exclusión por parte de Tasty Bidco SLU¹⁷. Según he anticipado,

14. Véase, para una explicación más detallada de esta cuestión, García de Enterría Lorenzo-Velázquez, «Las Ofertas Públicas de Adquisición de valores», cit., pp. 506-507.
15. Así, en aplicación de las previsiones del art. 28 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre (por el que se desarrolló la LMV, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la UE), la Circular de la CNMV 2/2022, de 26 de mayo (BOE del 8 de junio), aprueba los modelos de notificación de participaciones significativas por un mismo tenedor, de operaciones del emisor sobre acciones propias y creadores de mercado. En relación con los *equity swaps* y las demás posiciones que se liquidan *en efectivo*, la Instrucción 14 del *Formulario Modelo 1* de la Circular establece las reglas de cómputo; nos limitamos a apuntar que este tipo de posiciones no cuentan directamente como si cada una de ellas fuese una acción, sino que se emplea la ponderación denominada *delta del instrumento*, es decir, en función de la variación al alza o a la baja de la cotización de la acción que, a su vez, hacer variar el cómputo del derivado a efectos de participación dominante de un tenedor o tenedores calificables como concertados.
16. Cfr. art. 5.1.d) del Real Decreto 1066/2007. Asimismo, a nivel de normativa de la UE, el art. 1.1.d) del Reglamento 596/2014, del Parlamento Europeo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado, prevé su aplicación a todos los activos financieros cuyo «cuyo precio o valor dependa [...] o tenga un efecto sobre el precio o el valor» de un activo financiero negociado en mercados organizados, con mención expresa de «las permutas de riesgo de crédito y los contratos por diferencias».
17. Así, desde el lanzamiento de la OPA voluntaria para la toma de control, autorizada por la CNMV mediante Resolución de 28 de marzo de 2019, y hasta la cesación efectiva por exclusión de la cotización de Telepizza el 9 de julio del mismo año –exclusión que había sido igualmente autorizada por la CNMV mediante Resolución del 4 de julio– la cotización de la compañía pasó de 6,26 euros a 4,70 euros, es decir, una bajada del 24,93% en poco más de tres meses. La cotización de Telepizza se había mantenido cercana a los 6,00 euros a lo largo de 2019, con muy ligeras oscilaciones, desde el 31 de diciembre de 2018 (5,89 euros) hasta el 18 de junio de 2019 (6,00 euros). Tomo la información de

conviene aclarar dos circunstancias del caso de estudio. La primera, que la toma de control del nuevo entrante sobre Telepizza se produjo a principios de 2019 mediante el lanzamiento de una OPA voluntaria, autorizada –con su precio equitativo– por la CNMV mediante Resolución del 28 de marzo de dicho año, seguida de la promoción de la exclusión de cotización de la compañía, previa orden sostenida de compra de acciones con arreglo al art. 11.d) del Real Decreto 1066/2007 –con el mismo precio equitativo de la OPA voluntaria–, exclusión que fue autorizada por la CNMV el 4 de julio de 2019 y que, tras la suspensión de cotización el día 9, se hizo efectiva el 26 de ese mismo mes. En segundo lugar, que el contrato entre Polygon y los bancos emisores del derivado, contemplaba que el primero recibiría no solo los dividendos que repartiese la compañía, sino que también se integrarían en las cantidades pagaderas por el segundo en los periodos establecidos contractualmente las diferencias, positivas o negativas, del valor de cotización de Telepizza entre el periodo anterior y el de la liquidación correspondiente. Así, un precio equitativo considerado por debajo de lo esperado arrastró, de hecho, a la baja el valor de cotización del subyacente y, con ella, hacía incurrir en pérdidas a Polygon en las liquidaciones, cuyos saldos eran reiteradamente favorables a los emisores. No podrían ser más desastrosas las expectativas en el momento de terminación del contrato y de la correlativa extinción de la posición del titular del *equity swap* al producirse la exclusión de cotización de Telepizza, ya que, como se ha indicado, el valor continuaría a la baja hasta alcanzar mínimos históricos, con lo que el saldo de la liquidación final resultaría aún más adverso para Polygon que el de las liquidaciones precedentes. De hecho, a la vista de tan sombrío panorama, en un movimiento habitual entre los operadores financieros, Polygon liquidó anticipadamente sus *equity swap* sobre acciones de Telepizza el 18 de junio de 2019, antes de que se llevase a cabo la exclusión de cotización, para contener sus pérdidas.

En definitiva, para velar por sus derechos, en el caso de una OPA y, en concreto de una de exclusión, los titulares de *equity swaps* solo tienen la opción de promover desde fuera de la sociedad la obtención de un precio satisfactorio para las acciones que constituyen el subyacente del derivado. Esto es así porque son titulares de un producto que no cotiza en mercados organizados (no hay *exit* u opción de salida mediante venta), no tienen posibilidad por sí mismos de tomar parte en las decisiones de la junta general ni de impugnarlas, tampoco pueden impugnar los acuerdos de los administradores (carecen de voz y voto, *voice*) y, por último, no les cabe mantener su posición (*loyalty*) a la espera de tiempos mejores, ya que la exclusión de cotización, simplemente, provoca la extinción del *equity swap*. A esto habría que añadir, en el caso de una OPA de exclusión y en condiciones normales, el evidente conflicto de intereses entre el emisor y el titular del *equity swap*: el primero tiene mucho que ganar si el precio equitativo es bajo y mucho que perder si es alto, y justo lo contrario le sucede al segundo, lo cual convertiría en quimérico un posible

<https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Mercados-y-Cotizaciones/Acciones/Mercado-Continuo/Ficha/Telepizza-Group-ES0105128005>.

arreglo de cesión de derechos de voto al titular del derivado o la dación de instrucciones por este al emisor. Dicho de otro modo, la resignación a su suerte del titular del *equity swap* en estas circunstancias solo tiene una alternativa posible, que consiste en impugnar el precio equitativo, por lo que no sería prematuro considerar que la cuestión de su legitimación activa es absolutamente crítica, en términos de derecho de defensa.

II. LA LEGITIMACIÓN PROCESAL A LA LUZ DEL CASO DE ESTUDIO: COINCIDENCIAS NOMINALES Y DIVERGENCIAS SUSTANTIVAS ENTRE EL ORDEN JURISDICCIONAL CIVIL-MERCANTIL Y EL CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVO

1. ¿TIENEN LOS TITULARES DE *EQUITY SWAPS* LA CONDICIÓN DE «TERCEROS CON INTERÉS LEGÍTIMO» PARA LA IMPUGNACIÓN DE ACUERDOS SOCIALES?

Nominalmente, el fundamento legal invocable por los titulares de *equity swaps*, a efectos de legitimación activa, sería el mismo en el ámbito jurisdiccional civil-mercantil –para la impugnación de acuerdos sociales– y en el contencioso-administrativo –para la impugnación del precio equitativo de una OPA aprobado por la CNMV– el «interés legítimo». Para la impugnación de acuerdos sociales, los titulares de *equity swaps* acudirían al art. 206.1 del Texto Refundido la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC), en tanto que terceros no propietarios de acciones pero que acreditan ostentar dicho interés. Para impugnar en sede contencioso-administrativa la resolución de la CNMV de fijación de un precio equitativo, alegarían –del mismo modo que en vía administrativa, *ex art.* 4.1.c) de la Ley de Procedimiento Administrativo Común (LPAC) – la titularidad de un «derecho o interés legítimo» del art. 19.1.a) de la Ley Reguladora de esta jurisdicción (LRJCA). Según se ha anticipado, afrontamos aquí la cuestión de si esa coincidencia nominal ha de suponer también una asimilación –parcial o completa, en su caso– de los criterios fundantes de la legitimación en uno y otro orden jurisdiccional y si, además, tal asimilación –si la hubiera– debe mantenerse o no y en qué medida cuando se impugna un acuerdo societario y cuando se recurre el precio equitativo de una OPA. Este problema ha sido ya planteado, justamente en relación con el mismo caso que nos sirve aquí de telón de fondo, y con un apunte de solución consistente en la aplicación en el contencioso-administrativo de «criterios afines» a los que rigen en el ámbito societario¹⁸.

18. J. García de Enterría Lorenzo-Velázquez, «Sobre la legitimación del titular de un derivado sobre acciones para la impugnación de acuerdos sociales», *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 64, enero-abril 2022, § 4. El caso y la Sentencia que ahora nos ocupa también merecieron la atención de J. Alfaro Águila-Real en una breve reseña: «La falta de legitimación activa de los titulares de SWAP sobre acciones para impugnar las resoluciones de la CNMV relativas a una OPA sobre las acciones que constituyen el subyacente», en el blog *Derecho Mercantil*, 11 de octubre de 2022, accesible en <https://derechomercantiles.ana.blogspot.com/search?q=telepizza>.

Aunque consideramos aquí con más de detenimiento el orden contencioso-administrativo, voy a aprovechar que contamos ya con algún interesante análisis doctrinal¹⁹ de la impugnación por Polygon de algunos de los acuerdos sociales adoptados en su día –y con cierta conexión con la OPA de Tasty Bidco– por la Junta General de Telepizza, donde se planteó –con idéntica suerte para el demandante– el mismo problema de la legitimación activa, pero en el orden jurisdiccional civil. De manera resumida, las razones para denegar a Polygon, como titular de *equity swaps*, la legitimación activa en el ámbito civil-mercantil serían²⁰:

- a) La legitimación procesal para impugnar acuerdos sociales aparecería desdoblada de manera no solo atípica, sino indeseable y arbitraria, entre los accionistas y los titulares de los derivados: las mismas acciones permitirían la impugnación por parte de sujetos distintos.
- b) La existencia de partes procesales con intereses y causas de pedir no solo diferentes sino, en muchos casos, contrarias produciría consecuencias absurdas y procesalmente inconsistentes; por ejemplo, podría suceder que el accionista estuviese conforme y quisiese mantener el acuerdo societario y, sin embargo, que el titular del derivado se opusiese y lo impugnase.
- c) El reconocimiento de legitimación activa a los titulares de derivados sobre acciones tendría un efecto multiplicador insólito, que incrementaría indefinidamente el círculo de sujetos legitimados –por supuesto, excedería incluso el número de socios y, por tanto, el propio capital social– conforme se creasen sucesivos escalones de productos

19. Junto al ya citado trabajo de J. García de Enterría, que analiza específicamente el caso Polygon-Telepizza, sigo aquí a J. Massaguer Fuentes, «Legitimación en materia de impugnación de acuerdos sociales», cit.; así como a P. J. Baena Baena, «El nuevo régimen jurídico español de la legitimación activa y pasiva para la impugnación de acuerdos de las sociedades de capital», *Revista de Derecho*, n.º 20 (2016), pp. 125-160 [un contenido muy semejante tiene este trabajo del mismo autor: «Legitimación activa y pasiva para la impugnación de acuerdos sociales (arts. 206.1, 2 y 3, 251.1 y 495.2.b LSC)», publicado en F. Rodríguez Artigas, A. Alonso Ureba, L. Fernández de la Gándara, L. A. Velasco San Pedro, J. Quijano González, G. Esteban Velasco (Dirs.) y A. Roncero Sánchez (Coord.), *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada. Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de febrero de 2015*, Vol. 1, Thomson-Reuters Aranzadi, Cizur Menor 2016, pp. 533-573] y otro del mismo autor, «Legitimación activa para impugnar acuerdos sociales de los terceros que acrediten interés legítimo y ejercicio abusivo del derecho por la sociedad al adoptar el acuerdo social. Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 14 de febrero de 2018», *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 53 (2018).
20. Recojo aquí con brevedad las aportaciones de García de Enterría, *op. cit.*, §§ II.3 y III., básicamente coincidente con los estudios de Massaguer Fuentes y Baena Baena anteriormente citados. Todas ellas ofrecen un rastreo y resumen bastante completo de la jurisprudencia en la materia, tanto anterior como posterior a las reformas de la LSC de 2014 y 2015.

derivados, tanto por parte del accionista como del titular del *equity swap*.

- d) Los titulares de *equity swaps* no son parte del contrato de sociedad, por lo que tampoco se les podría reconocer la condición de parte de «la relación jurídica u objeto litigioso» que, según el art. 10 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEC), les convertiría en «parte procesal legítima».
- e) La denegación de legitimación activa a los titulares de derivados sobre acciones se funda en el propósito del legislador –especialmente tras la reforma introducida en el TRLSC por la Ley 31/2014 en la materia– de evitar el abuso del derecho de impugnación, su uso estratégico u oportunista, con perniciosos efectos de bloqueo de la actividad societaria.
- f) De todo esto se seguiría que la condición de «terceros con interés legítimo» requiere un interés cualificado, de especial intensidad y relevancia –también en términos económicos–, que esté directamente afectado por el acuerdo que se pretenda impugnar, de forma que no basta un impreciso interés en la buena marcha de la sociedad, sino que debe acreditarse la afectación específica de la posición jurídica de quien lo alega. A esto hay que añadir que la carga de la prueba de la demostración de la concurrencia de dicho interés le corresponde a quien lo alega. Se trata, por tanto, de evitar el reconocimiento de una especie acción *cuasi-pública*, basada en un difuso interés común o universal.

Como he dicho, no es ni mucho menos mi intención contribuir en este punto a la formación de doctrina sobre legitimación procesal civil para la impugnación de acuerdos societarios sino intentar un discernimiento, en relación con nuestro caso, sobre la legitimación de los titulares de *equity swaps* en el contencioso-administrativo. Pero, antes avanzar hacia el núcleo de mi análisis en el apartado posterior, me gustaría compartir algunas reflexiones sobre las razones que sumariamente he expuesto desde una óptica general y, si me lo permiten, algo más heurística, entre otras cosas porque tales razones no determinan por sí mismas, sin mediación interpretativa alguna, la falta de interés legítimo de Polygon para la impugnación de acuerdos sociales de Telepizza, sean estos cuales fueren y sin una consideración precisa *ad casum*.

En primer lugar, la existencia de intereses contrapuestos entre quienes ostentan posiciones jurídicas sobre un mismo objeto, bien o derecho, es el día a día del derecho y de la litigiosidad realmente conocida en todos los órdenes jurisdiccionales; esto no contradice, sino que confirma, el sentido de la litigiosidad misma y del ajuste de intereses que procura. Lidiar con el entendimiento asimétrico, divergente y contradictorio sobre un mismo objeto por parte de dos o más sujetos no solo no es algo patológico, sino que constituye la más rutinaria normalidad de cualquier jurista profesional. Las posiciones jurídicas, sean o no derechos plenamente reconocidos, confieren un haz de facultades

que pueden ser –y, de hecho, son– desgajadas y no rara vez conforman una amalgama solapada, cuando no confusa.

Además, si tanto temor hubiera en el ámbito mercantil a la desaforada multiplicación de legitimaciones procesales para la impugnación de acuerdos sociales, de la que sería manifestación el apego a la consideración de parte en el contrato de sociedad para acotar el alcance de tal legitimación procesal, poco sentido tendría una previsión legal sobre los «terceros con interés legítimo» ya que, por definición, esos terceros no pueden ser otros que quienes no son parte del contrato de sociedad. El juego de la carga de la prueba de la legitimidad de dicho interés que, con todo fundamento, se hace recaer sobre los terceros –y que se considera existente *iuris et de iure* para los socios que cuenten con el mínimo de participación en el capital social legal o estatutariamente exigido²¹– es una herramienta tan habitual como adecuada para establecer límites razonables a una extensión de la legitimación que, de otro modo, nos llevaría a la apoteosis del absurdo. Se trata, a mi parecer y con toda claridad, de una cuestión de graduación, no binaria, que exige un discernimiento para cada caso concreto; en este sentido, concluir que los titulares de *equity swaps* que aquí contemplamos, en tanto que no son accionistas y, por tanto, simples *peniti extranei* al contrato de sociedad, carecen de legitimación procesal para impugnar los acuerdos sociales es por completo contrario al sentido del art. 206.1 TRLSC.

Junto a esto, cuesta aceptar sin más, y no solo en términos prácticos, una casi inacabable cadena de posibilidades de impugnación de acuerdos sociales –que tendrían un efecto multiplicador exponencial– como consecuencia de la sucesiva proliferación de productos sintéticos sobre acciones, tanto por parte del emisor inicial del derivado como de su titular o adquirente inicial, cosa que, en puridad, no solo es posible sino real y existente en el mercado financiero. La razón resulta simple: el último titular es el que soporta el riesgo trasladado por el anterior y, en consecuencia, aunque la realidad supera en ocasiones a lo imaginado, quienes se han desprendido del riesgo de pérdidas o de ganancias, no promoverán impugnaciones irrelevantes para sus intereses. En este mismo orden de cosas, los abusos impugnatorios y la hiperactividad litigiosa guiada por intenciones espurias tiene, junto con la inadmisión de la demanda por falta de legitimación activa, remedios procesales menos agresivos a la tutela judicial efectiva y al principio *pro actione*, entre los que, sin ánimo de exhaustivo, mencionaría la apreciación de mala fe²² y el fraude procesal y las costas.

21. Así lo explica acertadamente, a mi juicio, Baena Baena: *cfr.* «Legitimación activa para impugnar acuerdos sociales de los terceros que acrediten interés legítimo y ejercicio abusivo del derecho por la sociedad al adoptar el acuerdo social. Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 14 de febrero de 2018», cit., § II.

22. Sobre este aspecto, apunta Baena Baena que, en el ámbito societario, «la protección de los intereses legítimos del tercero debe llevar a permitirle desarrollar las estrategias de defensa jurídica que considere oportunas, siempre que sean conformes a la buena fe» («Legitimación activa para impugnar acuerdos sociales de los terceros que acrediten

Sería perfectamente admisible una discrepancia sobre la legitimación activa de los titulares de *equity swaps* sobre acciones para la impugnación de tales o cuales acuerdos societarios basada, como es lógico, en la apreciación que se haga de la concurrencia de interés legítimo en relación con el objeto de la impugnación. Sin embargo, no me parece de recibo que la conclusión que se saque, en un sentido u otro, respecto de la legitimación activa para la impugnación de acuerdos sociales se extrapole, sin más, en todo o en parte, desde la jurisdicción civil a la contencioso-administrativa, como si la noción de «interés legítimo» en uno y otro orden jurisdiccional fuera la misma, hasta llegar a sostener que, desde la perspectiva de la legitimación activa, impugnar un acuerdo social fuera, en esencia, lo mismo que recurrir la aprobación del precio equitativo de una OPA por la CNMV²³. Obviamente, no menos rechazable sería el traslado en sentido inverso, desde el contencioso-administrativo al civil-mercantil. Como va dicho, me ocupo a reglón seguido más detenidamente de la legitimación activa de los titulares de *equity swaps* en el contencioso-administrativo, siempre al hilo de nuestro caso de estudio.

2. LA LEGITIMACIÓN ACTIVA EN EL CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVO

2.1. Aspectos generales

En una primera aproximación conceptual, se considera la legitimación activa como la cualidad de quien aparece como demandante, que consiste en hallarse en una específica relación con el objeto de las pretensiones que pueden deducirse en el proceso, ya consista tal relación en la titularidad propia de un derecho o en la titularidad de un mero interés legítimo que pueda resultar afectado (STC 257/1988).

La doctrina procesal discute la naturaleza formal o sustancial de la legitimación activa, es decir, si se trata, bien de un requisito de admisión de la

interés legítimo y ejercicio abusivo del derecho por la sociedad al adoptar el acuerdo social. Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 14 de febrero de 2018», cit., § II).

23. Si no lo he entendido mal, esta es la propuesta de J. García de Enterría, que considera que hay una correspondencia básica entre el «interés legítimo» del art. 206.1 TRLSC y el «interés legítimo» del art. 19 LRJCA, por lo que «esta equivalencia determina, en relación con los actos administrativos que vayan específicamente referidos a una sociedad, que la legitimación para recurrirlos del titular de un derivado sobre acciones de esta última deba resolverse en línea de principio aplicando criterios afines a los que rigen en el ámbito societario» («Sobre la legitimación del titular de un derivado sobre acciones para la impugnación de acuerdos sociales», cit., § 4). García de Enterría contempla, sin duda alguna, el mismo caso de la OPA de exclusión de Tasty Bidco sobre Telepizza y la impugnación de Polygon que analizamos aquí, ya que, en su argumentación, se refiere expresamente a la Sentencia de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional de 25 de febrero de 2021, de la que trae causa por vía casacional, según inmediatamente vemos, la Sentencia del Tribunal Supremo 1232/2022, de 3 octubre (RJ 2022, 5014) [el trabajo de García de Enterría fue elaborado, sin duda, a la vista de la Sentencia de la AN y antes del pronunciamiento en casación del TS].

pretensión, o bien un elemento de eficacia de la pretensión, cuya definitiva concurrencia no puede esclarecerse sino con el pronunciamiento judicial sobre el fondo de dicha pretensión²⁴.

Sin embargo, la legitimación se explica mejor si la consideramos como una exigencia procesal, cuyo análisis, en algunas ocasiones, no puede separarse de la cuestión de fondo. Pero, incluso en estos supuestos, cualquiera que sea su tratamiento procesal, anticipado o no, constituye un requisito diferenciable del derecho a obtener un pronunciamiento favorable en cuanto al fondo.

El Tribunal Supremo (TS), de forma mayoritaria, considera que la legitimación, independientemente de su tratamiento procesal y de su relación con el fondo del asunto, es un presupuesto procesal: «Hace casi un cuarto de siglo que la vieja Sala Tercera perfiló el concepto de legitimación activa, como aquel presupuesto procesal que implica una relación unívoca entre el sujeto y el objeto de la pretensión» (STS de 12 de marzo de 1991).

La legitimación en el proceso contencioso-administrativo aparece, por tanto, mejor explicada como un requisito del proceso que como un elemento de la pretensión. En este sentido, el TS ha señalado que «la legitimación es una condición de la admisibilidad del proceso, no de la existencia misma de la pretensión en él deducida; es un derecho a ser demandante en un determinado pleito, no un derecho a una sentencia en el sentido pedido por la demanda; pues lo que condiciona el mero ejercicio de la acción no puede a la

24. Un importante sector de la doctrina procesal [J. Guasp Delgado (*cfr. Derecho procesal civil*, Edición revisada y adaptada a la legislación vigente por Pedro Aragoneses, Tomo I: Introducción, Parte General y procesos declarativos y de ejecución ordinarios, Civitas, Madrid, 1998, pp. 176-180), E. Gómez Orbaneja y V. Herce Quemada (*cfr. Derecho procesal civil*, Volumen I, El proceso declarativo ordinario, Artes Gráficas y Ediciones, Madrid, 1970, pp. 135-138), V. Fairén Guillén (*cfr. Doctrina general del derecho procesal. Hacia una teoría y ley procesal generales*, Bosch, Barcelona, 1990, pp. 296-297), J. V. Gimeno Sendra (*cfr. «La legitimación»*, en J. V. Gimeno Sendra, M. Díaz Martínez, S. Calaza López (Dirs.), *Derecho procesal civil. Parte general*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, pp. 238-242), Ortells Ramos (*cfr. «La legitimación»* en M. Ortells Ramos (Dir.), *Derecho procesal civil*, Aranzadi, Cizur Menor, 2020, pp. 177-179), J. Gaberí Llobregat (*cfr. Derecho procesal civil: procesos declarativos y procesos de ejecución*, Bosch, Madrid, 2019, pp. 101-103), entre otros] considera que, si la legitimación muestra quienes son los titulares de la relación jurídica material controvertida en el proceso —es decir, si las partes comparecientes tienen un determinado derecho o interés jurídico directamente relacionado con el objeto controvertido— ha de considerarse una cuestión de fondo que sólo puede concretarse en la sentencia. Otro sector de la doctrina [Montero Aroca (*cfr. «Las partes: Legitimación»*, en J. Montero Aroca, J. L. Gómez Colomer, S. Barona Vilar y M. P. Calderón Cuadrado (Dirs.), *Derecho jurisdiccional II. Proceso civil*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2019, pp. 88-89) y J. A. Xiol Ríos (*cfr. P. Sala Sánchez, J. A. Xiol Ríos y R. Fernández Montalvo (Dirs.), Derecho procesal administrativo. Comentarios integrales a la Ley de la Jurisdicción Contencioso Administrativa*, Tomo II: Órganos y competencias. Partes, objeto y procedimiento en la Jurisdicción Contencioso-Administrativa (Arts. 6 a 51 LJCA), Bosch, Barcelona, 2013, pp. 121-133, entre otros] entiende, por el contrario, que la legitimación constituye un presupuesto procesal susceptible de tratamiento procesal separado.

vez condicionar el resultado del proceso en que se conoce de ella» (STS de 6 de junio de 1990).

Por otra parte, la distinción entre la *legitimatío ad processum* y la *legitimatío ad causam* resulta también un elemento fundamental en la doctrina jurisprudencial. La primera se refiere de manera exclusiva al proceso (a la relación jurídico-procesal) y consiste simplemente en la capacidad procesal, aptitud para comparecer en el proceso o aptitud para promover, genéricamente, la actividad de los órganos jurisdiccionales. La segunda, la *legitimatío ad causam*, es la relativa a la vinculación con el objeto litigioso o al derecho o el interés con que se litiga, al título o causa de pedir²⁵.

Como señala la STS de 20 de noviembre de 2008 (RJ 2008, 7928) (Recurso Casación 1927/2006), la legitimación *ad causam* conlleva la necesidad de constatar la interrelación existente entre el interés legítimo invocado y el objeto de la pretensión o, como dijo una sentencia de 21 de abril de 1997, se trata de la atribución a un determinado sujeto de un derecho subjetivo reaccional, que le permite impugnar una actuación administrativa que él considera contraria a derecho y que ha incidido en su esfera de intereses, de manera que la defensa de ese derecho requiere, como presupuesto procesal, que el acto impugnado afecte, por tanto, a un interés del recurrente²⁶.

25. La STS de 29 de octubre de 1986 se expresa en los siguientes términos: «Tanto en la doctrina científica como en la Jurisprudencia emanada de las distintas Salas de este Tribunal, han sido ya debidamente definidos los siguientes conceptos: a) *Capacidad para ser parte*, equivalente a la capacidad jurídica y atribuible a quienes tengan la aptitud para ser titulares de derechos u obligaciones, b) *capacidad procesal*, equivalente a la capacidad de obrar, de actuar de un modo genérico en el proceso, y que la ostentan quienes se hallen en el pleno ejercicio de sus derechos y c) *legitimación*, que es la capacidad para actuar en un concreto proceso (cada una de las expresadas aptitudes presupone, lógicamente, la concurrencia de las anteriores); distinguiéndose, dentro de la última, la «legitimación *ad procesum*», que se refiere de manera exclusiva al proceso (a la relación jurídico-procesal) y consiste simplemente en la facultad de promover la actividad del órgano jurisdiccional (cuya carencia equivale a lo que la antigua jurisprudencia denominaba «falta de personalidad») y la «legitimación *ad causam*», relativa al derecho con que se litiga, al título o causa de pedir, que es siempre cuestión de fondo (cuya carencia equivale a lo que la antigua Jurisprudencia denominaba «falta de acción»); diferenciándose en ambos tipos de legitimación la «activa» y la «pasiva», referentes a la posibilidad jurídica de intervenir como actor o como demandado (o coadyuvante) respectivamente, en un determinado proceso». La posterior jurisprudencia se hace eco y reitera la distinción entre *legitimatío ad processum* y *legitimatío ad causam*.

26. En este sentido, la STS de 24 de noviembre de 2008 (RJ 2008, 7936) (Recurso Casación 7710/2004) advierte que la Sentencia recurrida desestima el recurso contencioso-administrativo no por «falta de legitimación o de capacidad de la recurrente para impugnar en vía jurisdiccional los acuerdos de la Comisión Central de Explotación del Acueducto Tajo-Segura, legitimación *ad processum* que ni la Administración ni la Sala de instancia han cuestionado, y que esta misma Sala del Tribunal Supremo ha reconocido sin dificultad al Sindicato Central de Regantes del Acueducto Tajo-Segura en repetidas ocasiones en las que ha comparecido como recurrente en casación –sirvan de muestra las sentencias de esta Sala de 14 de diciembre de 2006 (RJ 2006, 8387) (Recurso Casación 4454/2003) y 20 de junio de 2007 (RJ 2007, 4873) (Recurso

2.2. La legitimación y el derecho fundamental a la tutela judicial efectiva en el proceso contencioso-administrativo

Tanto la jurisprudencia del Tribunal Constitucional (TC), desde sus primeros pronunciamientos, como la del Tribunal Supremo resaltan la indudable relación de la *legitimitatio ad causam* con el derecho fundamental a la tutela judicial efectiva (artículo 24.1 CE), en cuanto garantía del acceso a los Tribunales para la defensa de los propios derechos e intereses.

La legitimación es, pues, un presupuesto que determina la medida con arreglo a la cual se administra el derecho a la tutela judicial para que el ejercicio de la potestad jurisdiccional se oriente hacia la protección de los intereses que el ordenamiento jurídico, a su vez, protege.

En el actual proceso contencioso-administrativo, a diferencia de lo que sucedía en la anterior Ley de la Jurisdicción de 27 de diciembre de 1956 (en lo sucesivo, LJCA 1956)²⁷, en la que el núcleo esencial de la legitimación activa se situaba en la titularidad de un derecho, que se superponía al interés –que, todo caso, debía ser *directo*– en la vigente Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa (LRJCA), así como en todas aquellas normas que regulan el acceso a la jurisdicción contencioso-administrativa tras la Constitución de 1978, el concepto básico es el interés calificado como *legítimo*.

El Derecho administrativo contempla situaciones en las que la persona, física o jurídica, es titular de un derecho subjetivo propiamente dicho, pero también otras en las que resulta afectado por la actuación de la Administración en su esfera de actuación o de influencia. En estos casos, es unánime la idea de que dichas personas tienen derecho a reaccionar contra la actividad administrativa ilegal. Y, en consecuencia, es obligado –hoy, con arreglo a la Constitución– reconocerle legitimación²⁸.

Casación 8930/2003)–. Así las cosas, lo que determina la desestimación del recurso Contencioso-Administrativo, que no su inadmisión, es la falta de acreditación por la demandante del presupuesto necesario para que se le pueda reconocer el derecho al pronunciamiento que postula, esto es, la legitimación *ad causam*, que, como explica la sentencia de la Sección 4.ª de esta Sala de 27 de febrero de 2008 (Recurso Casación 3397/03), consiste en la atribución a un determinado sujeto de un derecho subjetivo reaccional que le permite impugnar una actuación administrativa que considera ilegal y que ha incidido en su esfera vital de intereses.

27. El art. 28 LJCA 1956 disponía, en su apartado 1.a), que «están legitimados para demandar la declaración de no ser conformes a Derecho y, en su caso, la anulación de los actos y disposiciones de la Administración los que tuvieren interés directo en ello»; y, en el apartado 2), que «Si se pretendiera, además, el reconocimiento de una situación individualizada y el reconocimiento de la misma, únicamente, estará legitimado el titular de un derecho derivado del ordenamiento que se considere infringido por el acto o disposición impugnado».
28. Se ha suscitado un problema derivado de aquellos supuestos en los que la norma reguladora de la legitimación impone un *plus* adicional al interés legítimo. Es el caso, por ejemplo, de las Comunidades Autónomas, de las Entidades locales y de la Administración institucional, en los cuales se exige para las dos primeras Administraciones

La apreciación de cuándo concurre un interés legítimo y, por ende, legitimación activa para recurrir en vía contencioso-administrativa, es cuestión de legalidad ordinaria que compete a los órganos judiciales *ex* artículo 117.3 de la Constitución; estos, no obstante, quedan compelidos a interpretar las normas procesales no solo de manera razonable y razonada, sin sombra de arbitrariedad ni error notorio, sino en sentido amplio y no restrictivo, esto es, conforme al principio *pro actione*, con interdicción de aquellas decisiones de inadmisión que, por su rigorismo, por su formalismo excesivo o por cualquier otra razón, se revelen desfavorables para la efectividad del derecho a la tutela judicial efectiva o resulten desproporcionadas entre los fines que se pretenden preservar y la consecuencia de cierre del proceso [(por todas, SSTC 88/1997, de 5 de mayo (RTC 1997, 88), 252/2000, de 30 de octubre (RTC 2000, 252), 188/2003, de 27 de octubre (RTC 2003, 188), 3/2004, de 14 de enero (RTC 2004, 3), 47/1988, de 21 de marzo (RTC 1988, 47), 93/1990, de 23 de mayo (RTC 1990, 93), 143/1994, de 9 de mayo (RTC 1994, 143), 252/2000, de 30 de octubre, 119/2008, de 13 de octubre (RTC 2008, 119) y 144/2008, de 10 de noviembre (RTC 2008, 144)]²⁹.

que las disposiciones o actos impugnados afecten al ámbito de su autonomía, y para la tercera que afecten al ámbito de sus fines. Este requisito adicional introduce una cierta confusión entre derecho o interés, pues es indudable que la afectación al ámbito de la autonomía propia supone una afectación al «derecho a la autonomía que tienen constitucionalmente protegido, lo que, igualmente, es extensible para la Administración institucional respecto al ámbito de sus fines. Tal examen de la legitimación conduce, pues, a un examen de la cuestión de fondo, lo que determina que sea la sentencia el lugar adecuado para su realización y no el incidente de alegaciones previas. Así lo ha declarado el TS en algunas sentencias, que enjuician la impugnación por Comunidades Autónomas de determinadas Normas Forales que concedían incentivos fiscales a la inversión (SSTS de 31 de octubre de 2000, 22 de noviembre de 2001 y 26 de julio de 2003).

29. La STC 73/2006, de 13 de marzo (RTC 2006, 73), se expresa en los siguientes términos: «El primer contenido, en un orden lógico y cronológico, del derecho a la tutela judicial efectiva de los Jueces y Tribunales constitucionalizado en el art. 24.1 CE es el derecho de acceso a la jurisdicción (STC 124/2002, de 20 de mayo (RTC 2002, 124), FJ 3), con respecto al cual el principio *pro actione* actúa con toda su intensidad, por lo cual las decisiones de inadmisión sólo serán conformes con el art. 24.1 CE cuando no eliminen u obstaculicen injustificadamente el derecho a que un órgano judicial conozca y resuelva la pretensión formulada. Esta consideración general se concreta en los siguientes extremos: a) Como regla general, la interpretación de las normas procesales y, más en concreto, el control de la concurrencia de los presupuestos y requisitos materiales y procesales que condicionan la válida constitución del proceso son operaciones jurídicas que no trascienden el ámbito de la legalidad ordinaria, correspondiendo su realización a los órganos judiciales en el ejercicio de la potestad jurisdiccional que, de manera privativa, les confiere el art. 117.3 CE, pues es facultad propia de la jurisdicción ordinaria la interpretación, selección y aplicación de las normas a cada supuesto litigioso concreto. b) Esta regla tiene como excepción «aquellos supuestos en los que la interpretación efectuada por el órgano judicial de esta normativa sea arbitraria, manifiestamente irrazonable o fruto de un error patente y asimismo, cuando del acceso a la jurisdicción se trata, en los casos en que dicha normativa se interprete de forma rigorista, excesivamente formalista o desproporcionada en relación con los fines que preserva y los intereses que se sacrifican (STC 231/2001,

La separación o diferenciación entre legitimación procesal y cuestión de fondo se construye a partir de la noción de interés legítimo del art. 24 de la Constitución, entendido este como *la titularidad potencial de una ventaja o de una utilidad jurídica*, no necesariamente de contenido patrimonial, por parte de quien ejercita la pretensión y que se materializaría de prosperar esta (STC 45/2004 y ATC 502/2004)³⁰.

de 26 de noviembre (RTC 2001, 231), FJ 2)». En estos casos, se producirá una violación del derecho a la tutela judicial efectiva, que justificará la intervención del Tribunal Constitucional, puesto que, aunque no es misión de este Tribunal interpretar las normas procesales, sí lo es determinar si la ofrecida por los órganos jurisdiccionales se ajusta a la Constitución. Y c) la plena operatividad del principio *pro actione* en relación con el derecho de acceso a la jurisdicción no supone que los órganos judiciales deban necesariamente optar por la interpretación de las normas procesales más favorable a la admisión de los recursos de entre todas las posibles. En este contexto, la interpretación y aplicación por los órganos judiciales de las causas legales que impiden un pronunciamiento sobre el fondo de las pretensiones deducidas en un proceso judicial constituye una cuestión de legalidad ordinaria que, no obstante, puede adquirir una dimensión constitucional, cuando nos encontramos ante el derecho de acceso a la jurisdicción, en aquellos supuestos en los que la decisión judicial de inadmisión del recurso se base en una interpretación de dichas causas de inadmisión que esté incurso en arbitrariedad, en irrazonabilidad manifiesta o en error patente, o sea rigorista, excesivamente formalista o desproporcionada en relación con los fines que preserva y los intereses que se sacrifican. En este tipo de supuestos «corresponde a este Tribunal, como garante último del derecho fundamental a obtener la tutela judicial efectiva de los Jueces y Tribunales, examinar los motivos y argumentos en que se funda la decisión judicial que inadmite la demanda o que de forma equivalente elude pronunciarse sobre el fondo del asunto planteado. Y ello, como es obvio, no para suplantarse la función que a los Jueces y Tribunales compete para interpretar las normas jurídicas a los casos concretos controvertidos, sino para comprobar si el motivo apreciado está constitucionalmente justificado y guarda proporción con el fin perseguido por la norma en que se funda» (STC 73/2004, de 22 de abril, FJ 3). Este examen permite, eventualmente, reparar en esta vía de amparo, no sólo la toma en consideración de una causa que no tenga la oportuna cobertura legal, sino también, aun existiendo ésta, una aplicación o interpretación de la correspondiente causa de inadmisibilidad que esté incurso en los vicios de alcance constitucional apuntados. Conforme a la doctrina del Tribunal Constitucional, «el derecho a la tutela efectiva de los jueces y tribunales (art. 24.1 de la Constitución) [...] no comprende, obviamente, el de obtener una decisión judicial acorde con las pretensiones que se formulan, sino el derecho a que se dicte una resolución en Derecho, siempre que se cumplan los requisitos procesales para ello» (STC 9/1981). La Constitución asocia la legitimación, implícitamente, con el derecho a la tutela judicial efectiva al describirlo como el «derecho a obtener la tutela efectiva de los jueces y tribunales en el ejercicio de sus derechos e intereses legítimos».

30. Una síntesis de la jurisprudencia del TS elaborada sobre el tema se encuentra en la STS de 5 de marzo de 2002: «el artículo 24 CE no ha eliminado las formas y requisitos procesales, aunque sí impone una interpretación de los mismos acorde con el derecho a la tutela judicial efectiva que se traduce en la preferencia de su entendimiento teleológico, de manera que han de considerarse concurrentes si se cumple la finalidad que persigue la norma que los establece. En particular, se ha resaltado la íntima relación entre legitimación y el derecho fundamental que reconoce el artículo 24.1 CE. Por una parte, el ejercicio de la potestad jurisdiccional (art. 117 CE) tiene como finalidad objetiva la aplicación del ordenamiento jurídico; por

2.3. Evolución del título legitimador en el contencioso-administrativo. De la titularidad de un derecho a la titularidad de un interés. Del interés directo al interés legítimo³¹

En la historia del contencioso-administrativo español, la Ley Santamaría de Paredes, de 1888, establecía un régimen de legitimación distinto para los actos de la Administración Central del Estado y los de la Administración local. Con respecto a los primeros, se exigía para su impugnación la lesión de un derecho subjetivo del recurrente. Para impugnar los segundos, bastaba la invocación de un interés agraviado (art. 223 de la Ley Municipal de 1935). La LJCA 1956, sin embargo, junto a la fiscalización de los actos discrecionales y la desviación de poder, reconocía legitimación para recurrir ante los Tribunales contra los actos de la Administración no sólo al «titular de un derecho derivado del ordenamiento que se considere infringido por el acto o disposición

otra, el ordenamiento jurídico actúa apoderando a los sujetos con pretensiones que se hacen valer ante los Tribunales. El equilibrio entre ambas perspectivas se logra estableciendo que la facultad de acudir a los órganos jurisdiccionales para demandar la tutela judicial está en función del hecho de que el ciudadano resulte afectado en sus derechos e intereses por la actuación administrativa que trata de impugnarse. El aspecto subjetivo se pone, por tanto, de manifiesto en la delimitación del derecho a la tutela judicial efectiva en torno a la titularidad de un derecho o de un interés. En consecuencia, la concurrencia de la necesaria legitimación ha de considerarse como una exigencia para la válida constitución de la relación jurídico procesal y como un requisito de viabilidad o de admisibilidad del proceso, sobre la base de la distinción entre *legitimatío ad processum* y *legitimatío ad causam*. Pues si esta, relativa al derecho con que se litiga o al título o causa de pedir, aparece íntimamente ligada a la cuestión de fondo o relación jurídico material y no puede ser enjuiciada con carácter previo o como excepción ya que es un requisito de la fundamentación de la pretensión, aquella, referida al proceso o a la facultad de promover la actividad del órgano jurisdiccional, salvo las excepciones previstas de reconocimiento de una acción popular, exige no el mero interés a la legalidad sino la necesaria presencia, la menos, de un interés legítimo en la eliminación de la actuación administrativa, al objeto de obtener un beneficio o prevenir o evitar un perjuicio dimanante de aquella (Cfr SSTs de 29 de octubre de 1986 y 3 de mayo de 1994). De esta manera, la legitimación no se confunde con la eficacia de la pretensión, sino que es un presupuesto que determina la medida con arreglo a la cual se administra el derecho a la tutela judicial para que el ejercicio de la potestad jurisdiccional se oriente verdaderamente hacia la protección de los reales intereses que el Derecho trata de proteger. Y, así, según expresión de este Alto Tribunal, la legitimación activa aparece como aquel presupuesto procesal que implica una relación unívoca entre el sujeto y el objeto de la pretensión». La misma doctrina se recoge en posteriores sentencias del Tribunal Supremo (p. e. SSTs de 11 de febrero de 2003, 11 de mayo de 2004, 13 de diciembre de 2005 y 7 de junio de 2006).

31. El establecimiento en el contencioso francés del control del exceso de poder supuso una ampliación del sistema de legitimación. Hasta entonces sólo eran impugnables los «actos de gestión» por los particulares afectados en sus derechos. A partir de aquel momento, pasaron a serlo también los viejos «actos de imperio» por motivos de incompetencia y después, al hilo de las sucesivas «aperturas» por vicios de forma, por desviación de poder o por simple ilegalidad. El exceso de poder supone reconocer, junto a las pretensiones «de plena jurisdicción» otras de «anulación», abiertas no sólo a los titulares de derechos subjetivos, sino también a los interesados.

impugnado», sino también a «los que tuvieren interés directo» en la anulación de los actos y disposiciones de la Administración (art. 28 LJCA 1956).

Sin embargo, el concepto de «interés directo» resultó siempre de difícil interpretación. La jurisprudencia del Tribunal Supremo, durante largos años, se ocupó de determinar supuestos en los que concurre interés directo en la anulación de actos de la Administración, aunque, más bien, fue un obstáculo en la jurisprudencia para la inevitable evolución hacia el reconocimiento de intereses de naturaleza refleja, difusa o colectiva.

La Constitución vigente no recogió referencia alguna al carácter «directo» del interés en el momento de determinar el alcance del derecho a la tutela judicial, sino que habla de «intereses legítimos». Esta circunstancia, unida a la idea de restricción de la legitimación que dicho concepto arrastraba jurisprudencialmente, determinó que la doctrina se pronunciara abiertamente por la supresión de la noción de interés directo. Y este criterio es asumido ya en la temprana STC 60/1982, referido, en principio, sólo al proceso especial de protección de derechos fundamentales, con extensión de la legitimación para recurrir en vía contencioso-administrativa a quienes fueran titulares de un «interés legítimo» y no ya necesariamente de un «interés directo».

Especial importancia tiene una STS del 1 de julio de 1985, que confirma la admisibilidad del interés legítimo como título legitimador en el proceso contencioso-administrativo. La expresada Sentencia establece que «a partir de la Constitución se ha extendido la legitimación a la defensa de los intereses legítimos (art. 24), concepto mucho más amplio que el de interés directo que usa el art. 28 de la Ley Jurisdiccional de 1956». Y define el interés legítimo como «el que tienen aquellas personas que por razón de la situación objetiva en que se encuentran, por una circunstancia de carácter personal, o por ser los destinatarios de una regulación sectorial, son titulares de un interés propio, distinto del de cualquier ciudadano, de que los poderes públicos actúen de acuerdo con el ordenamiento cuando con motivo de la persecución de fines de interés general, inciden en el ámbito de tal interés propio, aun cuando la actuación de que se trate no les ocasione en concreto un beneficio o un servicio inmediato».

Este concepto se incorpora definitivamente a la doctrina del TC y a la jurisprudencia del TS. Así, el primero, en Sentencia 45/2004, de 23 de marzo y el Auto del TC 502/2004, de 13 de diciembre (RTC 2004, 502), caracterizan dicho interés «como una relación unívoca entre el sujeto y el objeto de la pretensión de tal forma que su anulación produzca un efecto positivo (beneficio) o su mantenimiento un efecto negativo (perjuicio) actual o futuro, pero cierto, debiendo entenderse tal relación referida a un interés en sentido propio, cualificado y específico. [...] Más sencillamente, se trata de la titularidad potencial de una ventaja o de una utilidad jurídica, no necesariamente de contenido patrimonial, por parte de quien formula la pretensión, y que se materializaría de prosperar ésta. Luego, para que exista interés legítimo, la

actuación impugnada debe repercutir de manera clara y suficiente en la esfera jurídica de quien acude al proceso»³².

Esta evolución de la legitimación, muy presente en los años posteriores a la promulgación de la Constitución, aparece reflejada en la Exposición de Motivos de la vigente LRJCA, en la cual se afirma que, en cuanto a la legitimación activa, «se han reducido a sistema todas las normas generales o especiales que pueden considerarse vigentes y conformes con el criterio elegido. El enunciado de supuestos da idea, en cualquier caso, de la evolución que ha experimentado el recurso contencioso-administrativo, hoy en día instrumento útil para una pluralidad de fines: la defensa del interés personal, la de los intereses colectivos y cualesquiera otros legítimos, incluidos los de naturaleza política, mecanismo de control de legalidad de las Administraciones inferiores, instrumento de defensa de su autonomía, cauce para la defensa de derechos y libertades encomendados a ciertas instituciones públicas y para la del interés objetivo de la ley en los supuestos legales de acción popular, entre otros».

La legitimación para accionar en el proceso contencioso-administrativo es, pues, una consecuencia del derecho a la tutela judicial efectiva reconocido en el art. 24 CE, puesto que aparece como consecuencia lógica de la necesidad de hacer efectiva la protección de los derechos e intereses legítimos de las personas por los Tribunales³³.

32. La evolución hacia la creación de grupos sociales uniformes ha sido uno de los factores que sin duda ha contribuido y contribuye a una tendencia a la ampliación de la legitimación. Esta tendencia, perceptible en el ámbito del Derecho civil (p. e., Derecho del consumo) o laboral (p. e., legitimación sindical), se registra también en el Derecho administrativo. La ampliación de la legitimación se relaciona a veces con la idea de solidaridad (y no con la idea de garantía) relacionada con el Estado social (más que con el Estado de derecho). La STC 62/1983, de 11 de julio (RTC 1983, 62), dice así, en el FJ2.A: «Esta solidaridad e interrelación social, especialmente intensa en la época actual, se refleja en la concepción del Estado como social y democrático de Derecho, que consagra la Constitución (art. 1.1), en el que la idea de interés directo, particular, como requisito de legitimación, queda englobado en el concepto más amplio de interés legítimo y personal, que puede o no ser directo, como ya indica la sentencia de la Sala Segunda de este Tribunal de 11 oct. 1982». A la ampliación de la legitimación no es ajena la creciente necesidad que sienten las Administraciones públicas de acudir al proceso administrativo como instrumento para la defensa de los intereses generales cuya gestión les está encomendada en aquellos supuestos en que se enfrentan con la actuación de otras Administraciones que entienden obstaculizadora o incompatible con el adecuado ejercicio de su competencia. Desde este punto de vista, la legitimación enlaza con los fines del proceso administrativo de servir de instrumento de control respecto de otras Administraciones o de defensa de la propia competencia o autonomía frente a entes de distinta naturaleza.

33. Este entronque constitucional de la legitimación ha sido puesto de manifiesto de forma reiterada por la jurisprudencia constitucional. Así, la STC 55/1997 declara lo siguiente: «De ahí que la interpretación acorde con el art. 24.1 de la Constitución difiera manifiestamente de la adoptada en la sentencia puesto que, si bien una declaración de inadmisibilidad por motivo legalmente previsto no vulneraría el derecho de acceso a la jurisdicción, sí lo conculca cuando se ha aplicado al mismo una interpretación no acorde con el referido principio general favorable al examen del fondo de la pretensión, coincidente por

La previsión esencial de la legitimación activa se encuentra en el art. 19.1.a) LJCA, que establece que están legitimados ante el orden jurisdiccional contencioso-administrativo «Las personas físicas o jurídicas que ostenten un derecho o interés legítimo». La titularidad de un derecho subjetivo es el título de legitimación por antonomasia. Cuando concurre este tipo de titularidad, la jurisprudencia aplica los criterios del Derecho procesal civil sobre legitimación indirecta por transmisión y aplica el instituto de la sucesión procesal, ambos contemplados en el art. 22 LJCA.

Ahora bien, la ampliación de la legitimación activa en el proceso contencioso-administrativo se ha producido, especialmente, mediante el reconocimiento del interés legítimo como título legitimador, que la jurisprudencia considera existente cuando de la actividad administrativa objeto de impugnación puede derivarse la obtención de cualquier beneficio económico o moral.

La STS de 20 de enero de 2009 (RJ 2009, 765) (Recurso Casación 1238/2006) considera que «La legitimación activa se atribuye por el artículo 19 de la Ley Jurisdiccional en función de la titularidad de un derecho o interés legítimo que esté en relación con la pretensión material que sea objeto del proceso. Esta relación implica, según constante jurisprudencia de esta Sala, que, de obtenerse una sentencia favorable, se produciría a la parte recurrente un beneficio o se le evitaría un perjuicio, patrimonial, moral, incluso profesional o de vecindad, de contenido concreto y efectivo [...]»³⁴.

otra parte con el que informa la aplicación del art. 24.1 CE. Así, según dijimos en la STC 217/1994 (en relación con otro presupuesto del proceso «Se vulnera el mencionado derecho [de acceso a la jurisdicción] cuando el órgano judicial injustificadamente, por acción u omisión, cierra a una persona la posibilidad de suplir, por los medios que el ordenamiento pone a su disposición, su falta de postulación procesal»). Lo cual es claramente el caso cuando, como aquí, lejos de aplicar el precepto legal que establecía la subsanación de la falta del recurso de reposición previo por parte de la recurrente, se estimó su falta de legitimación para el proceso sin examinar si en ella concurría un interés directo como la Ley exige».

34. La Sentencia del Pleno de esta Sala del Tribunal Supremo de 31 de Mayo de 2006 (Recurso Ordinario 38/2004) interpreta el artículo 19.1.a) en los siguientes términos: «La legitimación es un presupuesto inexcusable del proceso e implica en el proceso contencioso-administrativo, como hemos señalado en la doctrina de esta Sala (por todas, Sentencias de 11 de febrero de 2003 (RJ 2003, 3267), Recurso Casación 53/2000, 6 de abril de 2004 y 23 de abril de 2005 (RJ 2005, 6382), Recurso Casación 6154/2002), una relación material unívoca entre el sujeto y el objeto de la pretensión, de tal forma que su anulación produzca automáticamente un efecto positivo (beneficio) o negativo (perjuicio), actual o futuro, pero cierto, que debe repercutir de manera clara y suficiente en la esfera jurídica de quien acude al proceso y este criterio lo reitera la jurisprudencia constitucional (por todas, en SSTC núms. 197/88, 99/89, 91/95, 129/95, 123/96 y 129/2001, entre otras) [...]». El interés es una situación reaccional en evitación de un potencial perjuicio ilegítimo temido, de modo que el interés se reputa que existe siempre que pueda presumirse que la declaración jurídica pretendida coloque al accionante en condiciones legales de conseguir un determinado beneficio material o jurídico o la persistencia de la situación fáctica creada o que pudiera crear el acto administrativo al ocasionar un perjuicio, como resultado inmediato de la resolución dictada. Dicho en otros términos, el concepto abarca todo interés que

El Tribunal Constitucional, en STC 85/2008, de 21 de julio (RTC 2008, 85), ha señalado, por su parte, que «el interés legítimo se caracteriza como una relación material unívoca entre el sujeto y el objeto de la pretensión, de tal manera que su anulación [la del acto administrativo] produzca automáticamente un efecto positivo o negativo actual o futuro pero cierto, debiendo entenderse tal relación referida a un interés en sentido propio, cualificado y específico, actual y real. Se trata de la titularidad potencial de una ventaja o una utilidad jurídica, no necesariamente de contenido patrimonial, por parte de quien ejercita la pretensión, que se materializaría de prosperar esta».

En el mismo sentido, la STS de 16 de diciembre de 2008 (RJ 2009, 91) (Recurso Casación 6339/2004): «la legitimación activa [directa] consiste en una relación unívoca entre el sujeto y el objeto de la pretensión (acto impugnado), y comporta el que su anulación produzca de modo inmediato un efecto positivo (beneficio) o evitación de un efecto negativo (perjuicio) actual o futuro, pero cierto (Sentencia de este Tribunal Supremo de 1 de octubre de 1990), y presupone, por tanto, que la resolución administrativa pueda repercutir, directa o indirectamente, pero de modo efectivo y acreditado, es decir, no meramente hipotético, potencial y futuro, en la correspondiente esfera jurídica de quien alega su legitimación, y, en todo caso, ha de ser cierto y concreto, sin que baste, por tanto, su mera invocación abstracta y general o la mera posibilidad de su acaecimiento (SSTS de 4 de febrero de 1991, de 17 de marzo y 30 de junio de 1995 y 12 de febrero de 1996, 9 de junio de 1997 y 8 de febrero de 1999, entre otras muchas; SSTC 60/1982, 62/1983, 257/1988, 97/1991, 195/1992, 143/1994 y ATC 327/1997)».

La STS de 10 de octubre de 2009 (Recurso Casación 106/2007) señala que debe tenerse en cuenta que, en el orden contencioso-administrativo, superado el concepto de interés directo a que se refería el art. 28 de la LJCA 1956, la legitimación viene determinada por la invocación y acreditación en el proceso de la titularidad de un derecho o interés legítimo (art. 24.1 CE y art. 19.1.a LRJCA) que suponga una relación material entre el sujeto y el objeto de la pretensión, de manera que la estimación del recurso produzca un beneficio o la eliminación de un perjuicio que no necesariamente ha de revestir un contenido patrimonial (STS de 29 de junio de 2004).

2.4. Resumen y recapitulación sobre el interés legítimo en el contencioso-administrativo

Extractamos lo explicado a la luz del análisis de la más reciente jurisprudencia del TC y del TS sobre la legitimación requerida para sustentar las pretensiones en el recurso contencioso-administrativo:

pueda resultar beneficiado con la estimación de la pretensión ejercitada. Se prescinde de las notas de personal y directo y, al diferenciar el interés directo y el interés legítimo, éste no sólo es más amplio que aquél sino también es autosuficiente, en cuanto presupone que la resolución administrativa o jurisdiccional ha repercutido o puede repercutir, directa o indirectamente, en la correspondiente esfera jurídica de quien se persona, esto es, verse afectado por el acto o resolución impugnada.

1.º. El casuismo y la variedad de situaciones que la realidad jurídica depara exige un análisis circunstanciado y pormenorizado de cada supuesto para discriminar e identificar el concreto interés legítimo en que se sustente la legitimación activa del recurrente³⁵.

2.º. El examen y la decisión sobre los diversos supuestos se realiza mediante los siguientes criterios generales:

a) El interés legítimo exigido por la LRJCA implica que lo pretendido en el proceso repercuta en la esfera jurídica del recurrente, siempre que sea de un modo efectivo y acreditado.

b) La jurisprudencia insiste en la idea de que el accionante obtenga, como consecuencia de la estimación de la pretensión que ejercita, determinado beneficio material o jurídico, o que la actuación que se recurre pueda ocasionarle un perjuicio³⁶.

c) Debe reputarse interés legítimo toda situación jurídica individualizada, caracterizada, por un lado, por singularizar la esfera jurídica de una persona respecto de las de la generalidad de los ciudadanos o administrados en sus relaciones con la Administración Pública y dotada, por otro, de consistencia y lógica jurídico-administrativas propias, independientes de su conexión o derivación con verdaderos derechos subjetivos. El interés legítimo equivale a 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 ésta³⁷.

35. Además de las ya citadas anteriormente, véanse las SSTs 12 de noviembre de 2012 (RJ 2013, 2429) (Recurso Casación 1817/09, FJ 2) y de 14 de marzo de 2011 (RJ 2011, 2072) (Recurso Casación 4223/08 FJ 2).

36. En este sentido, la STS 1138/2020, de 31 de julio (RJ 2020, 4403), que declara que «[...] la legitimación activa del artículo 19.1 de la LJCA como cualidad que habilita a actuar como parte demandante en un proceso, se vincula con la relación existente entre la persona física o jurídica y el objeto de la pretensión que se ejercita en el concreto proceso [...]. Así, la legitimación, que constituye un presupuesto inexcusable del proceso, implica la existencia de 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».

37. La STC 73/2006, de 13 de marzo (RTC. 2006, 73), resumió la doctrina constitucional al afirmar «que el interés legítimo en lo contencioso-administrativo se caracteriza como una relación material unívoca entre el sujeto y el objeto de la pretensión (acto o disposición impugnados) de tal forma que su anulación produzca automáticamente un efecto positivo (beneficio) o negativo (perjuicio) actual o futuro pero cierto, debiendo entenderse tal relación referida a un interés en sentido propio, cualificado y específico, actual y real (no potencial o hipotético). Más sencillamente, se trata de la titularidad potencial de una ventaja o de una utilidad jurídica, no necesariamente de contenido patrimonial, por parte de quien ejercita la pretensión, que se materializaría de prosperar ésta. O, lo que es lo mismo, el interés legítimo es cualquier ventaja o utilidad jurídica derivada de la reparación pretendida. Luego, para que exista interés legítimo en la jurisdicción contencioso-administrativa, la resolución impugnada (o

d) La exigencia de legitimidad del interés solo puede suponer la negación de eficacia legitimadora a situaciones que sean patentemente incompatibles u opuestas a los valores constitucionales o evidentemente contrarias al ordenamiento jurídico.

Todo esto queda dicho, claro está, con independencia de las previsiones de nuestro ordenamiento jurídico en relación con la acción pública o popular, prevista en el art. 19.1.h LRJCA³⁸, y reservada a los supuestos de previsión legal expresa.

III. APLICACIÓN DE LA JURISPRUDENCIA CONSTITUCIONAL Y DEL TRIBUNAL SUPREMO AL CASO *POLYGON*: CONSIDERACIONES CRÍTICAS SOBRE LA SENTENCIA 1232/2022

La Sentencia del TS 1232/2022, de 3 de octubre (Recurso Casación 3774/2022), recoge adecuadamente, en su Fundamento Jurídico Quinto, la jurisprudencia ya analizada sobre la legitimación activa en el recurso contencioso-administrativo, y, de manera especial, sobre la interpretación del artículo 19.1.a) LJCA.

Ahora bien, en el Fundamento Jurídico Sexto, al aplicarla al caso concreto, se aparta de su propia premisa jurisprudencial al no considerar suficiente, para reconocer la legitimación activa, la existencia de un interés económico afectado por la actuación administrativa impugnada, sino que añade una nueva exigencia complementaria, no establecida en la norma ni en la jurisprudencia, que cualifica a dicho interés económico en razón de su origen. De esta manera, excluye de la función legitimadora lo que llama «interés económico exógeno» y solo admite que la tenga el así llamado «interés económico endógeno».

En efecto, la Sentencia reconoce que Polygon, la recurrente, como titular de *equity swaps*, tenía un interés económico en la evolución del valor subyacente (acciones de Telepizza), en la medida en que iba a incidir en el resultado de su inversión, pero advierte de que

«ese interés económico no deriva de la relación jurídica entablada entre los tres elementos subjetivos intervinientes en la OPA –Tasty Bidco, SLU (entidad que formula la OPA), los accionistas a los que se dirige la oferta

la inactividad denunciada) debe repercutir de manera clara y suficiente en la esfera jurídica de quien acude al proceso».

38. La acción popular es otorgada por la Ley en determinados casos (*ad exemplum*, art.5 f) y 62 del Real Decreto-Legislativo 7/2015, de 30 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Suelo y Rehabilitación Urbana; art.8 de la Ley 16/1985, de 25 de junio, de Patrimonio Histórico; art.109.1 de la Ley 22/1988, de 28 de julio, de Costas, y art. 202 de su Reglamento (RD 1471/1989, de 1 de diciembre), art. 47.3 de la Ley Orgánica 2/1982, de 12 de mayo, del Tribunal de Cuentas, art.3 b); 22 y 23.1 de la 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 (que incorpora las Directivas 2003/4/CE y 2003/35/CE).

de compra y la CNMV que la autoriza— sino que surge de un acuerdo privado, ajeno a aquella relación, como es el contrato de permuta (*swaps*) suscrito por Polygon Global Partners con las entidades bancarias UBS, Deutsche Bank y Société Générale.

De lo anterior resulta que el interés económico del recurrente no es una derivación o consecuencia de la OPA sino que tiene un origen ajeno a ésta, al ser fruto de un contrato privado de permuta en el que las partes acuerdan vincular su suerte —esto es, el montante de sus prestaciones— a la evolución de un valor de referencia.

Este interés económico así generado, exógeno a la OPA, no determina que Polygon Global Partners esté legitimada 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».

Aunque la Sentencia no incorpora esta consideración en sus Fundamentos de Derecho, en el Fundamento de Hecho Octavo llama la atención sobre la circunstancia —acreditada y no discutida por ninguna de las partes— de que «el swap se contrató con posterioridad al anuncio de la OPA, en la que se señalaba el precio de la misma y la voluntad de excluirla de cotización», por lo que «carece de justificación que pretenda verse [el demandante] compensado por esta causa ya que, a diferencia de los accionistas, la expectativa de que la entidad siguiese siendo cotizada no existía cuando contrata el swap. Por esta razón la sentencia recurrida recuerda acertadamente que la recurrente adquirió sus derivados con posterioridad al anuncio de la OPA, de suerte que conocía el riesgo al que se exponía asumiéndolo». Supuestamente, esto excluiría también la legitimación activa de un accionista que adquiriese las acciones de la sociedad sobre la que recae la OPA después de que esta hubiese sido anunciada, ya que también las adquirieron con conocimiento del riesgo que corrían. Aquí nos encontramos con una evidente confusión de planos, particularmente distorsionante en los mercados bursátiles, donde las operaciones de compra y de venta de títulos cotizados se llevan a cabo con una lógica propia, en la que habitualmente se incluyen las expectativas de mejora derivadas de impugnaciones posteriores a la adquisición, ya que la litigiosidad forma también parte de la razonable estrategia de los operadores profesionales.

La *ratio decidendi* de la Sentencia expresa, en definitiva, que solo es interés legítimo, al que se refiere el artículo 19.1.a LJCA, el interés económico que tiene un origen *endógeno*, por lo que está desprovisto de protección jurídica, al no ser tutelable jurisdiccionalmente, el de origen *exógeno*; habría, pues, una clase de interés que, aun legítimo, es susceptible de ser lesionado por una actuación de la Administración que no es controlable por los Tribunales, al carecer su titular de acción para iniciar el correspondiente proceso.

La Sentencia no llega a decir que el interés de origen *exógeno* no sea legítimo, sino que justifica su exclusión legitimadora en una *disfunción*, consistente

en que «[...] se estaría desdoblado 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. Más aun, se estaría desvirtuando o, si se prefiere, falseando, la eventual relación de sintonía o de controversia entre los sujetos intervinientes en la OPA, pudiendo darse el caso de que una oferta pública de 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». Sorprendentemente, en ningún caso eso que la Sentencia considera *disfunción* tendría virtualidad para justificar que un interés legítimo quedase sin protección o tutela efectiva de los Tribunales, con vulneración de un derecho fundamental.

Por otra parte, esa pretendida *disfunción* revela, simplemente, la multiplicidad de intereses y su eventual contraposición lo que lleva, precisamente, a concluir que la legitimación no puede ser exclusiva de los accionistas, entre los que tampoco hay seguridad de coincidencia. Y esto sin que comporte el reconocimiento al titular del *equity swap*, legitimación para impugnar en vía judicial toda clase de incidencias o vicisitudes referidas a cualquiera de los valores integrantes del grupo o índice tomado como referencia, ni una especie de legitimación universal, sino solo la facultad de impugnar un acto administrativo, dictado por la CNMV, que le causa un reconocido perjuicio económico, en la medida en que incide en el resultado de su inversión³⁹.

39. La alegación por el recurrente de un posible perjuicio –que, además, ha de ser acreditado a los efectos de una eventual estimación de la pretensión– y no el simple interés en el desarrollo de las OPAs conforme a la legalidad es un requisito considerado como indispensable, para reconocer legitimación activa en el contencioso-administrativo a un accionista, por otra Sentencia del TS, concretamente la de 18 de abril de 2007 (Recurso Casación 5494/2004), recaída en relación con la OPA voluntaria de Banco de Santander sobre Banesto. Igualmente, la STS 417/2021, de 23 de marzo (RJ 2021, 1326) (Recurso Casación 5855/2019), enfatiza especialmente que es la afección de la esfera personal, patrimonial o no, por el acto administrativo recurrido el núcleo constitutivo de la legitimación activa en el contencioso-administrativo cuando nos encontramos con la actuación de una Administración pública en el ámbito societario, concretamente al reconocer legitimación activa al socio y, al mismo, tiempo avalista –además de administrador y liquidador– de las deudas tributarias de una empresa que recurrió la denegación por la AEAT de la devolución parcial de las cantidades obtenidas como consecuencia de la ejecución de bienes de los que dicho avalista era propietario. En este caso concreto, el TS indica que es la incidencia de la actuación administrativa sobre el patrimonio del avalista y no su condición de partícipe de la sociedad deudora la que define su legitimación activa: «La mera condición de accionista (o partícipe de una sociedad limitada) no atribuye a éste, por sí sola, la condición de legitimado para impugnar ante el órgano judicial competente aquellas decisiones administrativas que afecten a la sociedad a la que pertenecen, pues dicha condición no confiere al socio *per se* el interés real, actual y cierto al que debe anudarse la existencia de legitimación activa»; de ahí que el TS concluya que «En el asunto aquí debatido, la condición de avalista cuyo patrimonio ha sido ejecutado del partícipe que ha impugnado la resolución que afecta a la sociedad a la que pertenecía –y que se ha extinguido tras un procedimiento concursal– otorga al mismo interés legitimador, pues puede identificarse con claridad un interés real, actual y cierto (y no eventual o hipotético)

IV. REFLEXIONES FINALES

Me he visto obligado a prescindir aquí del tratamiento de un amplísimo espectro de cuestiones implicadas en los *equity swaps* para no perder las referencias de un supuesto litigioso que estimo ilustrativo –este artículo es, antes que nada, un *case study*– y de desentrañar el problema que ha concentrado mi atención, el de la controversia sobre la legitimación activa de los titulares de estos derivados en el orden contencioso-administrativo. Ya por sí mismo, el planteamiento del estudio en tales términos resulta una contrahechura solo entendible por la peculiaridad del régimen de OPAs y de la previsión normativa de autorización de su precio equitativo por una entidad de Derecho público como la CNMV. Asimismo, he debido renunciar a la citación de gran parte de la abundantísima bibliografía sobre la materia y al análisis de las también prolijas resoluciones jurisprudenciales y directrices y orientaciones de *soft law* para ceñirme al aparato crítico estrictamente indispensable. A la vista de todo esto, las conclusiones que ahora ofrezco tienen un tono de provisionalidad que las convierte más bien en reflexiones compartidas:

1.^a El régimen de la legitimación activa para la impugnación de acuerdos sociales, por un lado, y para la impugnación de resoluciones administrativas, por otro, aunque apelen literalmente a un mismo concepto de «interés legítimo», responden estructuralmente a vectores de sentido opuesto. En el ámbito societario, se parte del núcleo de la condición de socio reforzada con una participación relevante en el capital social para, a partir de ahí, valerse del «interés legítimo» y abrir la legitimación activa a otros *stakeholders* que no son partes del contrato de sociedad. En el administrativo, se rehúye por principio una legitimación masiva o popular –reducida a supuestos excepcionales– que vaciaría el sometimiento general de la Administración a la ley y haría impracticable el control judicial de su actuación, para buscar una mayor concreción mediante el concepto de interés legítimo, que abarca tanto el derecho subjetivo como otras formas algo más difusas de interés legítimo, incluso de carácter colectivo o grupal. Observamos, ciertamente, un punto de intersección, pero construir sobre él una asimilación supondría un exceso y un origen de confusiones. Así, algo que, como el porcentaje de participación en una sociedad de capital es crucial para calibrar la posición de un potencial impugnador, es una idea completamente extraña y carente de sentido en un contexto que, como el administrativo, depende crucialmente de la noción de potestad pública como soporte de la actuación jurídica de sus sujetos principales.

2.^a En el contencioso-administrativo, como hemos visto al analizar la jurisprudencia, el discernimiento *ad casum* del presupuesto procesal de la legitimación activa gira en torno al núcleo de la afección específica y objetiva de la esfera personal o grupal, diferenciada y propia, por la actuación administrativa impugnada, materializada en la obtención de una

en dicha impugnación, precisamente para evitar que se hagan inatacables los acuerdos que ejecutaron su patrimonio en garantía de deudas de la sociedad».

ventaja, utilidad o perjuicio, tanto derivada de dicha actuación administrativa como de su eventual decaimiento por el éxito de la impugnación. En el caso de los *equity swaps* de nuestro litigio, los rasgos de esta fisonomía propia de la legitimación activa en el contencioso-administrativo son expresamente reconocidos por el TS; sin embargo, termina por negársela mediante la evidente remisión a los criterios legales definidores de la legitimación activa en el orden societario –así me permito entender la exótica nomenclatura *exógeno/endógeno*– que hacen de estos titulares de derivados sobre acciones unos terceros ajenos al contrato de sociedad no implicados directamente –las resonancias con el ya superado «interés directo» de la vieja LJCA 1956 son claras– en una OPA, cuyos exclusivos destinatarios y, por tanto, jurídicamente afectados son los accionistas. La fuerte paradoja que nos plantea el razonamiento empleado por el TS sobre el carácter externo o *exógeno* de los *equity swaps* en una OPA –como relación estrictamente bilateral entre ofertante y accionistas– se diluye en un mero sinsentido nada más recordar que las posiciones en *equity swaps* computan a efectos del cálculo de participaciones de control en sociedades cotizadas, justamente, para determinar la obligación de lanzamiento de OPAs.

3.^a A la vista de esto, la factura pasada a los titulares de *equity swaps*, en materia de legitimación activa, por el abuso del término en la jerga financiera debería ser considerada como severa. Implícitamente, sobrevuela en la argumentación de la Sentencia del TS la idea de que los derivados sobre acciones de sociedades cotizadas no pasan de ser una especie de apuesta sobre la evolución de los mercados, al modo de los *equity swaps* sobre índices bursátiles, y que, por tanto, su resultado siempre es incierto y dependiente de demasiados factores, lo cual nos lleva a los terrenos de los que, tanto la legitimación societaria como la administrativa, pretenden escapar, el interés inespecífico e indefinible en el buen funcionamiento de los mercados. Nada de eso le sucede a Polygon, que acredita ser titular de un auténtico derecho subjetivo derivado de un contrato oneroso y cuyo resultado patrimonial se ve específicamente afectado por el precio equitativo autorizado por la CNMV para la OPA de exclusión de Tasty Bidco sobre Telepizza, de lo que se deduce, sin sombra alguna de duda, que, de prosperar su impugnación, tal resultado sería otro. No hay requisito de la legitimación activa en el contencioso-administrativo, a la luz de la legislación y la jurisprudencia españolas, que Polygon no cumpla. Para ignorarlo, el TS ha tenido que pergeñar el *tertium genus* de un interés legítimo que, pese a serlo, no legitima para recurrir. La vulneración por la Sentencia del derecho fundamental de defensa y a la tutela judicial efectiva parece más que plausible, pese a que el Tribunal Constitucional haya desechado abordar el caso en vía de recurso de amparo por falta de «especial trascendencia constitucional»⁴⁰.

40. Así lo ha declarado mediante Providencia de la Sección Cuarta de la Sala Segunda, de 30 de octubre de 2023, recaída en relación con el Recurso de Amparo 7801/2022, promovido por TFG Asset Management UK LLP.

4.^a La controversia sobre el precio equitativo de una OPA autorizado por una Administración Pública con la condición de autoridad reguladora de los mercados financieros conforma, por pura idiosincrasia, un panorama asimétrico o, al menos, puede hacerlo. Habrá accionistas que estén conformes con él y otros que no, y para ordenar ese juego están las OPAs. Pero, en una OPA de exclusión, los titulares de derivados sobre acciones no tienen semejante elección y solo les cabe impugnar el precio equitativo o liquidar apresuradamente y con severas pérdidas –aunque posiblemente menores que las que supondría esperar a la efectividad de la exclusión– sus posiciones; es más, me atrevería a decir que, en este tipo de OPAs y para los titulares de derivados sobre acciones, es donde verdaderamente tiene sentido la impugnación del precio equitativo, por lo que negarles la legitimación activa equivale a arrasar la posibilidad de recurrir este acto administrativo de autorización, lo cual es verdaderamente insólito. Más lo es aún que el TS haya creado aquí un auténtico *vacío de legitimación activa* o, si se quiere, un *limbo procesal contencioso-administrativo*, ya que niega toda posibilidad de impugnación a quien padece realmente los potenciales perjuicios del precio equitativo de la OPA por virtud del contrato de *equity swap* y la reconoce en exclusiva a quien tiene la condición de accionista que, justamente y por virtud de ese mismo contrato, ha trasladado dicho riesgo a quien no puede impugnar y, por tanto, nada le va en juego y nada pretenderá impugnar. En definitiva, la razón principal alegada por el TS de evitar las supuestas *disfunciones* que podrían ser hipotéticamente provocadas por un solapamiento de impugnaciones contradictorias y que se derivaría del reconocimiento de legitimación activa a los titulares de *equity swaps*, lleva a reemplazar la conflictividad propia de cualquier litigio por la ausencia de toda posibilidad de proceso.

Espero que un artículo tan arduo como este contenga algún pasaje inteligible o, al menos, haya servido para participarles ciertas inquietudes. Me gustaría pensar que, tal vez, contribuya un poco a la tarea de educación financiera que muchos profesionales del derecho debemos procurar para nosotros mismos y para los demás si queremos comprender y hacernos entender.

