

# **LA EXCLUSION DE LA COTIZACION OFICIAL: PRIMERAS IMPRESIONES SOBRE SU NUEVO REGIMEN\***

**JAIMÉ ZURITA Y SAENZ DE NÁVARRETE**  
*Catedrático de Derecho mercantil*

SUMARIO: I. INTRODUCCION. II. PROBLEMÁTICA EN TORNO A LA EXCLUSION. III. EXCLUSION EN EL REGLAMENTO DE BOLSAS DE 30 DE JUNIO DE 1967. IV. EL NUEVO REGIMEN: A. Exclusión voluntaria. B. Exclusión por acuerdo de la Junta Sindical: a. Exclusión por incumplimiento de los deberes de información. b. Exclusión por insuficiencia en el volúmen, o en la frecuencia de contratación, o por falta de difusión. V. CONCLUSION.

## **I. INTRODUCCION**

El movimiento de reforma de nuestro mercado de valores cuyo impulso inicial creemos que es justo atribuir a la creación por el Prof. Fuentes Quintana y la Comisión para el estudio del Mercado de Valores, por O. M. de 4 de Agosto de 1977 (1) y cuyas líneas directrices se señalaron en el Informe elaborado por dicha Comisión (2), se viene plasmando en una ya larga serie de disposiciones que en los dos

---

\*Este trabajo forma parte de los estudios sobre la reforma del Reglamento de las Bolsas de Comercio, que se publicarán en la Revista de Derecho Bancario y Bursatil n.º. 1 - 1982

(1) Para antecedentes más remotos, véase LEBLANC y ORTEGA: "Génesis y desarrollo de la Comisión. El Informe". Conyuntura Económica núms. 19 y 20, págs. 8 y ss.

(2) El Informe fué presentado por la Comisión al Excmo. Sr. Vicepresidente para Asuntos Económicos y Ministro de Economía, el 12 de Abril de 1978 y se publicó por el Servicio de Publicaciones de la Secretaría General Técnica de dicho Ministerio bajo el título: "Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores" Madrid, 1978.

últimos años vienen apareciendo en el B. O. E. (3). Hasta la fecha su eco ha sido bastante escaso salvo en sectores profesionales ligados a la Bolsa y en ámbitos reducidos de la doctrina científica. Esto podría llevar a pensar que el contenido de estas normas se circunscribe a los aspectos de la operativa bursátil, campo, como es sabido, muy específico que resulta enigmático para el gran público. Ello sin embargo no es así. Una simple lectura de estas normas nos revela que su alcance va mucho más allá del estricto ámbito de la operativa bursátil, afectando de modo muy particular a la gran sociedad anónima en cuanto entidad cuyos títulos cotizan en Bolsa, en una medida que no podemos precisar en este momento, porque ello excede del ámbito de este trabajo, pero sí creemos estar en condiciones de afirmar que es de auténtica entidad y estamos seguros por ello de que habrá de merecer de nuestra doctrina la correspondiente atención como ha sucedido en otros países (4).

A nuestro juicio, existen varias razones que ayudan a explicar esta situación. La primera y más importante es la falta de un debate previo a su promulgación que resulta coherente con el rango de las normas reformadoras, Decretos y Ordenes Ministeriales (5). La segunda razón creemos que está ligada a que es una reforma que se está

---

(3) La relación de las principales disposiciones es la siguiente: Real Decreto 1846 de 5 de Septiembre de 1980 por el que se modifica el art. 41 del Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio.

Real Decreto 1847/1980 de 5 de Septiembre sobre información financiera de las entidades emisoras con títulos que están o pretenden estar admitidos a cotización oficial.

Real Decreto 1848/1980 de 5 de Septiembre sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios.

Real Decreto 1849/1980 de 5 de Septiembre por el que se regulan las órdenes de compra-venta y el régimen de aplicaciones sobre valores mobiliarios con cotización oficial.

Orden Ministerial de 10 de Abril de 1981 sobre crédito al mercado.

Real Decreto 1536/1981 de 13 de Julio por el que se modifica el Rgto. de Bolsas en materia de cotización simple y calificada, normas de contratación, actas de cotización y boletines oficiales de cotización.

Orden Ministerial de 17 de Noviembre de 1981 sobre información financiera de las entidades emisoras de títulos valores.

(4) Así por ejemplo en Italia con ocasión de la reforma introducida por la Ley de 7 de Junio de 1974, n.º 216 y disposiciones posteriores, en torno a la cual rápidamente, surgieron multitud de artículos y monografías cuya enumeración no creemos necesario hacer ahora.

(5) Lo cual no implica que exista a su vez coherencia entre el rango de la norma y la materia tratada, así por ejemplo ya tuvimos ocasión en otro lugar de mostrarnos contrarios a la adopción de la normativa sobre O. P. A. por Decreto (Vid. en este sentido ZURITA: "La oferta pública de adquisición (O. P. A.)" Madrid, 1980, págs. 117 y SS.).

introduciendo por fragmentos sucesivos, aunque internamente, al parecer, se haya concebido globalmente (6). Finalmente hay que tener en cuenta también que la reforma no sólo esta siendo por partes y con distanciamiento en el tiempo, sino que además la entrada en vigor de muchas disposiciones contenidas en estas nuevas normas no ha tenido todavía lugar, con lo que los afectados por las mismas no han tenido quizás ocasión de percatarse de todo su alcance, pudiendo añadirse que en esa misma línea ha jugado el que para muchas cuestiones, en ausencia de un derecho transitorio, haya habido que, digamos, "dulcificar" los efectos que hubiera tenido su inmediata entrada en vigor (7).

Las consideraciones anteriores no sólo ayudan a justificar el escaso eco en la opinión pública de estas medidas, sino que rápidamente suscitan en el jurista otras cuestiones de muy diversa índole relacionadas fundamentalmente con la forma en que se esta llevando a cabo esta reforma del mercado de valores y ello tanto por el rango de la normativa como por llevarse a cabo sucesiva y fragmentariamente.

A este respecto, creemos que las consideraciones que realiza el Prof. Sánchez Andrés al comienzo de su artículo, son, por su profundidad y rigor, las que verdaderamente corresponden al caso y las

---

Sobre este tema véanse también las consideraciones que realiza el Profesor Sánchez Andrés en el artículo que publica en este mismo número de la Revista, titulado: "Observaciones y comentarios a la reforma y reglamento de Bolsas en materia de admisión a cotización oficial".

(6) Que la reforma se esta llevando a efecto de forma fragmentaria no puede ofrecer duda después de ver el índice de disposiciones recogido en la nota 4, lo que quizá no sea tan fácil de justificar sea la concepción unitaria global puesto que las contradicciones entre unos textos y otros son tan abundantes que parecerían obedecer a criterios diferentes. No obstante creemos que se trata de "contradicciones internas" y que desde luego de forma muy defectuosa pero sí existe una concepción global — unitaria de la reforma.

(7) No se trata de hacer en este momento un examen pormenorizado de las distintas normas referentes al momento de entrada en vigor de cualquiera de las varias disposiciones de la reforma, basta señalar por ejemplo las referentes a la cotización calificada del Decreto 1846 de 5 de Septiembre de 1980, o de la del 22 de Diciembre de 1981 contenida en su disposición transitoria.

Hay además que señalar que en este tema se han producido flagrantes contradicciones, concretamente en un punto como la ratificación de la presencia en la cotización que más adelante se tratará en este trabajo.

Por último y en lo que se refiere a la dulcificación nos referimos en concreto al Real Decreto de 13 de Julio de 1981 que no tenia derecho transitorio y hacia de difícil aplicación por ejemplo, la exigencia de acuerdo de Junta general para la solicitud de admisión de ampliaciones acordadas en la última Junta general sin que, sin embargo, éste órgano se hubiera pronunciado sobre el tema de la solicitud de admisión a la cotización.

suscribimos íntegramente sin tener que añadir nada a las mismas (8).

Todo cuanto venimos diciendo, pone de manifiesto la oportunidad de dedicar en este momento un número monográfico de esta Revista al estudio de las modificaciones introducidas en el Reglamento de Bolsas por el Real Decreto de 13 de Julio de 1981 y revela la sensibilidad jurídica del Director de la publicación. Prof. Sánchez Calero.

Pasando ya al campo concreto del tema cuyo estudio se nos ha encomendado, la exclusión de la cotización oficial, nos apresuramos a advertir que constituye una cuestión que no puede ser estudiada de forma aislada, sino que debe ser tratada en conexión directa con la referente a la admisión, y es preciso además añadir que ambas aparecen ligadas a otras de índole general, como por ejemplo, la relativa al estatuto de la sociedad anónima "bursátil" o al alcance y significado que para los títulos pueda tener la cotización oficial. Confluyen así, o por lo menos pueden confluir en el tema de la exclusión, los temas de más entidad que en materia de sociedades surgen vinculados a la moderna normativa del mercado de valores (9). Por esta razón, un tratamiento de esta cuestión con cierta profundidad obliga a hacer unas consideraciones previas sobre la temática que confluye en ella, que en nuestro caso concreto presenta serias dificultades precisamente por estar inacabada la reforma.

Por ello, sin perjuicio de hacer unas consideraciones generales sobre la problemática que aparece en torno a la exclusión, será objeto principal de este trabajo la exposición del nuevo sistema, del que procuraremos destacar los aspectos más significativos, proyectándolos sobre esas ideas generales previas, pero esforzándonos de modo particular en el aspecto expositivo del cuadro normativo vigente, que tiene un especial interés en este caso concreto porque, como podremos ver, los defectos técnicos, contradicciones y titubeos son notorios en este tema.

---

(8) Vid en este sentido el epígrafe primero del artículo: "Observaciones..." del Prof. Sánchez Andrés, ya citado.

(9) Sobre la problemática de la exclusión véase lo que se dice en el epígrafe siguiente de este trabajo.

## II. PROBLEMATICA EN TORNO A LA EXCLUSION

La exclusión de la cotización puede ser voluntaria o forzosa, según derive del emisor o sea decidida por un tercero, concretamente, la autoridad encargada de la vigilancia del mercado de valores (10). Cada uno de estos supuestos presenta una problemática peculiar y tiene unos caracteres propios bien definidos, sin perjuicio, claro está, de que existan aspectos comunes en ambos, especialmente en la medida que se refieran o se relacionen con los temas más generales, de aquí que sea más adecuado, a nuestro juicio, referirse a ellos separadamente.

Por lo que se refiere a la exclusión voluntaria, lo primero que se cuestiona es su posibilidad, debatiéndose por una parte si basta la voluntad del emisor o es necesario también que intervenga el organismo encargado del mercado, y por otra parte, en este supuesto, si ésta intervención debe estar limitada a comprobar la existencia de unas causas tasadas (caso de señalarse) que faculten para pedir la exclusión o si sus facultades son más amplias.

Paralelamente a este cuestión surge otra, que ha dado origen a grandes debates en el Derecho comparado y es la relativa al órgano competente en el seno de las sociedades anónimas para adoptar el acuerdo de solicitar la exclusión y unida a ella suele venir planteada la relativa a la posición de los titulares del valor que se pretende excluir, aunque a veces se presente también de forma autónoma.

En el debate sobre el órgano competente, lo que realmente se cuestiona es la significación de la cotización oficial para una sociedad y para sus títulos. Se trata en concreto de ver si la decisión sobre la cotización tiene un carácter o un contenido estructural-corporativo, o es algo externo a la estructura societaria, si bien facilita su financiación, y en lo que se refiere a los títulos lo que se debate es si la cotización añade algo al título de tal entidad o importancia que lo desnaturalice.

Tanto si se trata de una cuestión estructural-corporativa, como si se piensa que influye en la naturaleza del título, es evidente que el Consejo de Administración por sí sólo no podría solicitar la exclusión, pudiendo preguntarse incluso, en el supuesto de que la exclusión de la cotización suponga una alteración básica en el título, si la sociedad

---

(10) Sobre si la autoridad competente para la exclusión debe ser la misma que para la admisión y sobre la situación concreta al respecto en los países comunitarios, véase WYMEERSCH: "La directive sur les conditions d'admission en bourse" Revue de la Banque, Cahier 6, Janvier 1980, págs. 64 y ss.

aún mediante decisión en Junta, puede acordar la exclusión o si se necesita también el consentimiento individual de cada titular.

Ambos temas aparecen ligados en cuanto que constituyen diversas manifestaciones de un mismo fenómeno, la trascendencia de la cotización, y ahora conviene destacar que en ambas subyace como tema común el de si la cotización hace surgir para la sociedad emisora, fundamentalmente, unas obligaciones y unos deberes que llega a alterar el tipo o crear un subtipo y para los títulos si la cotización representa unas posibilidades de negociación y unas garantías respecto a sus precios y al modo en que éstos se fijan que convierta a los títulos cotizados en una clase específica y distinta, lo que hoy parece no admitirse por la casi unanimidad de la doctrina.

No sucede lo mismo con la idea de que como consecuencia de la cotización oficial aparezca un nuevo tipo o un subtipo de sociedad, la sociedad bursátil, y entonces el tratamiento de la exclusión de sus acciones se piensa debe ser semejante al de la transformación, exigiéndose para su adopción idénticos requisitos que para la transformación, quorum o mayorías reforzadas en la junta y concesión a los disidentes y ausentes de un derecho de separación (11).

Naturalmente no pretendemos tratar el régimen de la exclusión recientemente establecido en España con una fidelidad absoluta a estos planteamientos. El alcance limitado de este artículo y el estado

---

(11) La cuestión de la problemática de la exclusión voluntaria han sido objeto de un estudio especialmente atento y penetrante en la doctrina italiana, unido, eso sí, muchas veces a otros aspectos como por ejemplo el relativo a la admisión a cotización oficial. Las cuestiones suscitadas son sin duda las expuestas en el texto como principales aunque existan otras de mayor detalle que en muchos casos se encuentren vinculadas a aspectos peculiares de la normativa concreta italiana. Como decimos en el texto, no podemos en este artículo entrar en un examen profundo de todas estas cuestiones, si bien creemos que a esto habrá de llegarse pero para este trabajo parece ya objetivo más que suficiente el de intentar plasmar con claridad la normativa vigente en nuestro país. No obstante y sin pretensión de ser exhaustivos podemos mencionar entre la bibliografía de particular interés en esta materia, dentro del ámbito ya mencionado de la doctrina italiana, la siguiente: CASTELLANO: "L'ammissione, di diritto e d'ufficio, alla quotazione di borsa: appunti" Gur. Com. 1977, pág. 245 COLTRO CAMPI: "Alguni punti da considerare nella progettata riforme della legislazione sulle borse valori" y "Revoca del l'ammissione alla quotazione e diritto di recesso dell'azionista" en "Problemi di Diritto di Borsa" Milán Giuffré, 1968, págs. 276 y ss, y 295 y se FORTUNATO: "Ammissione delle azioni alla quotazione ufficiale di bo sa e organo sociale competente" R. S. 1978, págs. 1093 y ss. SOTGIA: "Il ritiro delle azioni di societa dalla quotazione di borsa" BBTC 1958, págs. 44 y ss. SENA: "Il ritiro delle azioni di societa dalla quotazione di borsa" Giur. Com. 1977, págs. 373 y ss. y TANTINI: "La societa quotata in borsa e in particolare sull'ammissione d'ufficiion alla quotazione" Rev. Dir. Cív. 1978, II págs. 154 y ss.

evolutivo de nuestra normativa bursátil, nos aconsejan limitar nuestros fines a una descripción de la situación vigente, cuestión nada fácil por razones ya indicadas, apuntando las tendencias generales a las que aparece adscribirse el nuevo régimen.

Por lo que se refiere a la exclusión no voluntaria, en nuestro caso la acordada por la Junta Sindical, los temas objeto de debate en el Derecho comparado giran fundamentalmente en torno a las siguientes cuestiones.

En primer lugar se debaten las causas de exclusión y en este extremo aparece como cuestión específica la de si la pérdida de las características específicas que eventualmente pudieran haberse exigido para la admisión desaparecen, deberá procederse a la exclusión.

En segundo lugar, surge el tema del cual debe ser la posición del órgano al que se encomienda la exclusión, si debe contar con un margen de discrecionalidad o si debe tener una actuación estrictamente reglada.

Finalmente se debate también si junto a la exclusión no deben también arbitrarse una serie de sanciones previas que no tengan consecuencias tan radicales como aquellas y que sean además compatibles con la oportunidad de corregir los defectos motivadores de la sanción (12).

Contemplada la cuestión desde la perspectiva del público inversor, de este tipo de exclusión, lo que aparece es el tema de la significación que se pueda atribuir a la presencia de unos títulos en la cotización oficial tanto en relación con la dimensión de la sociedad emisora como con su rentabilidad y también con la negociabilidad de los títulos cotizados e incluso con el cumplimiento por la emisora de los deberes de información que la cotización le impone. En íntima conexión con lo anterior y como la otra cara de la moneda se encuentra el tema de si la misión de vigilancia de las autoridades bursátiles ha de hacerse dando relevancia a la posición del público inversor y en consecuencia sus resultados en la medida en que corresponda han de trascender a éste, lo que en el fondo afectará al objeto de la vigilancia, a la forma de llevarla a cabo, a la publicidad de los resultados y al tipo de resoluciones que se deben adoptar como consecuencia de los mismos.

---

(12) Sobre esta materia vid por todos WYMEERSCH: "La directive..." op. cit. págs. 33 y ss.

En este extremo tampoco nuestro trabajo hará otra cosa que no sea exponer el nuevo régimen y hacer unas consideraciones generales sobre los cambios más significativos, indicando las líneas o corrientes a las que el nuevo Derecho aparezca adscrito.

Evidentemente para valorar el nuevo régimen conviene partir del examen del hasta ahora vigente, es decir, del establecido en el Reglamento de Bolsas de 30 de Junio de 1967, sin que sea necesario a los efectos de este artículo examinar otros antecedentes más remotos (13).

### III. LA EXCLUSIÓN EN EL REGLAMENTO DE BOLSAS DE 30 DE JUNIO DE 1967

El Reglamento de Bolsas en su versión original (Decreto de 30 de Junio de 1967) trata la cuestión fundamentalmente en los arts. 48 a 51. Lo mismo que en la situación anterior, se contempla solamente la exclusión que tiene lugar por acuerdo de la Junta Sindical donde cotice el valor y no se trata de la exclusión a petición de la emisora de los títulos cotizados, por lo que son necesarias algunas consideraciones al respecto.

La práctica en esta cuestión era la de entender que si el acuerdo de solicitar la admisión era competencia del órgano de administración de una sociedad (y así pareció reconocerlo el Rgto. de Bolsas al mencionar entre los documentos que debían acompañarse con la solicitud de admisión "Certificación del acuerdo del Consejo de Administración de realizar dicha solicitud" art. 27 g) debería también corresponder a dicho órgano la competencia para solicitar la retirada o la baja en la cotización. De esta forma y a pesar de la opinión en contrario de persona muy cualificada, la exclusión de las acciones se llevaba a efecto a instancias de la sociedad emisora sin requerir la intervención de la Junta general ni exigir medida alguna en relación con los titulares de los valores a excluir (14).

---

(13) Sobre la situación anterior al Rgto., aunque con carácter eminentemente descriptivo véase RODRIGUEZ SASTRE: "Operaciones de Bolsa" Vol. I, Ed. Rev. Dcho. Pvdto. Madrid, 1954, págs. 166 y ss. y precisando algunas diferencias en este extremo entre el Rgto. y el Decreto-Ley de 30 de Abril de 1964, puede verse POLO, A.: "La Admisión de valores a la cotización oficial" en Coloquio de Derecho Bursátil, Bilbao, 1970, págs. 85 y 86.

(14) Quien había manifestado una opinión contraria a la simple intervención del Consejo de Administración fué el Profesor GARRIGUES en dictamen emitido a instan-

Es preciso destacar por una parte no se señalo por nadie la posible especialidad de la exclusión de las obligaciones y que al parecer las Juntas Sindicales han entendido que en este supuesto carecian de competencias para no dar trámite y efecto a la solicitud de exclusión.

En el ámbito ya de la exclusión por acuerdo de la Junta Sindical se tratan de distinta manera el supuesto de exclusión por incumplimiento del deber de información (art. 47), de los supuestos de exclusión por escaso volúmen o frecuencia en la contratación (art. 49) si bien para ambos existen algunas normas comunes (arts. 50 y 51).

a) La exclusión por incumplimiento del deber de información.

El art. 47 del Reglamento de Bolsas, aunque con evidentes limitaciones, destacadas puntualmente en nuestra doctrina, imponía a las emisores de los títulos un deber de informar a los órganos de la Bolsa, y a través de los mismos al público inversor, en cuyo contenido no procede ahora entrar por exceder del marco de este trabajo. (15)

El Reglamento encomendaba (imperativamente: velará) a la Junta Sindical la misión de vigilar el cumplimiento exacto (debería haberse dicho también: "y puntual") de los mencionados deberes de información, ordenando que ante los incumplimientos oficiara a las entidades incumplidoras exigiéndoles el cumplimiento exacto de las normas establecidas y caso de no ser atendido el requerimiento en el plazo de 30 días naturales, ó si recibiere respuesta negativa, la Junta o las Juntas Sindicales habrían de comunicarlo al Ministerio de Hacienda (hoy de Economía) y podrían acordar la suspensión temporal o la exclusión de la cotización oficial de todos los valores emitidos por la persona o entidad incumplidora.

Desde la perspectiva en la que ahora nos encontramos debemos destacar lo siguientes aspectos: Primero, imposición a las Juntas Sindicales de una misión de vigilancia del cumplimiento del deber de información, segundo, deber de denuncias cualquier incumplimiento a la sociedad para que lo corrija en el plazo de 30 días; tercero, caso de no producirse la corrección deber de la Junta Sindical de poner tal circunstancia en conocimiento de la autoridad de tutela (Ministerio de

---

cia de la Bolsa de Madrid el día 6 de Diciembre de 1966 (véase: "Dictámenes de Derecho Mercantil" Tomo III, Madrid, 1976, pág. 667), opinión que reiteró en su intervención en los Coloquios de Derecho Bursátil, aunque con algunas diferencias sobre la naturaleza del acuerdo (Véase: "La reforma de la sociedad anónima y el régimen de la Bolsa" en "Coloquios de Derecho..." citado, págs. 369 y 370).

(15) Nos remitimos en relación con esta cuestión a las consideraciones realizadas por el Profesor GIRON en: "Sociedades y Bolsa" "Coloquios..." cit., págs. 100 y ss.

Hacienda, antes, Ministerio de Economía, hoy) y facultad de la Junta Sindical en tal caso de suspender temporalmente la cotización o acordar la exclusión.

b) Por su parte el art. 49 establece que: "cuando la frecuencia de cotización o el volúmen de contratación incluido en la cotización oficial, sean notoriamente insuficientes, la Junta Sindical correspondiente podrá determinar su exclusión de la misma". El motivo de la exclusión es más impreciso que en el caso anterior ("frecuencia o volúmen notoriamente insuficientes" según el criterio de la Junta Sindical) y por otra parte, la exclusión igual que en el supuesto del art. 48 se establece como facultad de la Junta Sindical. No obstante ni hay la posibilidad de que la emisora remedie o arbitre el procedimiento que garantice la superación de las insuficiencias; por otra parte en los supuestos del art. 49 a diferencia de lo que sucede en el caso del art. 48 ni se comunica al Ministerio el incumplimiento, ni se prevé como medida alternativa la suspensión temporal (16).

c) Para los supuestos de ambos artículos se establece que el acuerdo de exclusión habrá de publicarse en el o los Boletines de Cotización Oficial y comunicarse al Ministerio de Hacienda (hoy de Economía) (art. 50) y, en el caso de que se subsanen las faltas que originaron la exclusión, la entidad emisora podrá socilitar la readmisión, aunque pagando derechos arancelarios, pero sin necesidad, en principio, de aportar nueva documentación, salvo que la Junta Sindical se la reclame, ya que se faculta a ésta expresamente para pedir los antecedentes que estime necesarios.

#### IV. EL NUEVO REGIMEN

Las modificaciones al Reglamento de Bolsas en esta materia se encuentran recogidas, es preciso advertirlo, no sólo en el Real Decreto de 13 de Julio de 1981, norma que específicamente contempla la materia, sino también en el Real Decreto 1848/1980 de 5 de Septiembre que regula las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios, que trata del supuesto de exclusión de la cotización oficial por voluntad de la propia emisora de los títulos y no por acuerdo de la Junta Sindical, aunque como veremos en las disposiciones transitorias del R. D. de 13 de Julio 1981, hay puntualizaciones al régimen de la exclusión voluntaria que es preciso tener en cuenta.

---

(16) Sobre esta rigidez vid POLO, A.: "La admisión..." op. cit. págs. 85 y 86.

En vigor ambas disposiciones, el tratamiento de la exclusión ha de hacerse separando el tratamiento del régimen de la exclusión voluntaria del previsto para los supuestos de exclusión por la Junta Sindical.

#### A) *Exclusión voluntaria*

Pensamos que es conveniente comenzar transcribiendo literalmente las disposiciones del R. D. de 1980 que se ocupan directamente de la cuestión (art. 3, 3º, 4º y 5º) que dicen así: "Cuando la Sociedad emisora de unos títulos admitidos a cotización oficial acuerde su exclusión de la misma, vendrá obligada a hacer una oferta pública de adquisición de aquéllos para proceder a su amortización. El acuerdo de exclusión de la cotización oficial deberá tomarse en Junta General extraordinaria e igualmente el de la solicitud de admisión y, en su caso, el de ratificación.

La oferta pública de adquisición se dirigirá exclusivamente a los accionistas que votaron en contra o no estuvieron presentes en la Junta general extraordinaria que acordó la exclusión".

"4º) Cuando la presencia en cotización oficial de los títulos-valores no hubiese sido solicitada o ratificada por la Junta general extraordinaria y el acuerdo lo tomase el Consejo de Administración o el órgano que hiciese sus veces, los miembros del Consejo de Administración o del órgano que hiciese sus veces y que hayan votado el acuerdo vendrán obligados, con carácter solidario entre sí, a realizar la oferta pública de adquisición".

"5º) A los efectos previstos en este artículo, números 3º y 4º, las Sociedades cuyos títulos están admitidos a cotización deberán deliberar y tomar acuerdo sobre si ratifican o no su presencia en la misma en la primera Junta general que celebren."

Del conjunto de los párrafos transcritos, sin perjuicio de una inmediata explicación y justificación, es posible, a nuestro juicio, describir el régimen allí establecido destacando los siguientes aspectos: a) el ámbito de aplicación se refiere solamente a acciones emitidas por sociedades, pensamos que exclusivamente anónimas y b) el régimen varía según el órgano social que, de acuerdo con lo preceptuado en el Decreto, es competente para acordar la exclusión.

Cuando la admisión a cotización oficial de los títulos que se pretende excluir haya sido acordada o ratificada por la Junta general *extraordinaria*, la decisión de exclusión habrá de adoptarse necesariamente por la Junta general *extraordinaria* (17). En este caso a los

accionistas que no estuvieron presentes en la Junta o que votaron en contra deberá formularse por la sociedad emisora una oferta pública de adquisición de sus acciones para proceder a su amortización. Es preciso destacar ahora que no se señala ni tiempo ni precio para la oferta pública.

El otro supuesto es el que se refiere al caso de que el acuerdo de solicitud de admisión a cotización oficial de los títulos que se pretende excluir no hubiera sido adoptado ni ratificado por la Junta general *extraordinaria*. En este caso, del texto de los preceptos transcritos se deduce que el Consejo de Administración o el órgano que hiciese sus veces tiene facultades y es competente para solicitar la exclusión. La consecuencia de la exclusión es también la de tener que realizar una oferta pública de adquisición a los titulares de las acciones que se van a excluir (o se han excluido), pero a diferencia del supuesto anteriormente citado, por una parte, los destinatarios de la O. P. A. serán todos los titulares de esas acciones y por otra, la obligación de formular la O. P. A. se hace recaer, no sobre la sociedad, sino sobre los miembros del Consejo u órgano que hiciese sus veces que hayan votado a favor del acuerdo de exclusión, con carácter solidario entre sí (18).

No obstante, teniendo sin ninguna duda en cuenta —como luego se ha puesto de relieve en el preámbulo en el R. D. de 13 de Julio de 1981— que la mayoría de las solicitudes de admisión se han venido formulando por acuerdo del Consejo, y que por mucho que sea el

---

(17) Lo del carácter extraordinario de la Junta no parece que se entienda excesivamente bien por el autor material de las disposiciones de reforma bursátil y concretamente en el Decreto de 13 de Julio de 1981 ya no se menciona el carácter extraordinario de la Junta en relación con esta materia. Esto nos había producido la impresión de que la cuestión empezaba a comprenderse por el referido autor, pero desgraciadamente en la O. M. de 22 de Diciembre, Anexo 1º., capítulo II, se vuelve a los acuerdos de Junta general *extraordinaria*.

Por todo ello no creemos procedente hacer un análisis pormenorizado de que es lo que sucedería si el acuerdo de admisión se adoptó por acuerdo de junta general ordinaria y el de exclusión extraordinaria y viceversa. De intentarlo llegaríamos al infinito, pero en el fondo obraríamos sin márgenes de seguridad jurídica. Pensamos que es mejor ignorar la cuestión y como tema de seguridad aconsejar que el acuerdo de exclusión se adopte con los requisitos exigidos por el art. 58 de la L. S. A.

(18) Este tratamiento de la cuestión revela a nuestro juicio que determinados tecnicismos en el derecho societario escapan a la sensibilidad del autor de los Decretos. Decimos esto porque si se piensa que el Consejo, o más precisamente, el órgano de administración es competente para acordar solicitar la exclusión no se ve razón por la cual no quepa imponer la O. P. A. en este caso también a la propia sociedad y tampoco se ve claro que por el hecho de la ratificación de la presencia en la cotización por la Junta general pierda el Consejo su competencia para decidir sobre la exclusión.

patrimonio de los consejeros, habitualmente su solvencia es muy inferior a la de la propia sociedad que administran, se intenta reducir la posibilidad de que sean los propios administradores quienes puedan válidamente acordar la exclusión y en consecuencia tengan que realizar la O. P. A. Con este fin se han arbitrado dos medidas. De una parte, de cara al futuro, se atribuye la competencia para acordar la solicitud de admisión a cotización oficial a la Junta general, y de otra, se impone a las sociedades cuyos títulos estén admitidos a cotización oficial la obligación de deliberar y tomar acuerdo sobre si ratifican su presencia en la misma en la primera Junta general que celebren. Junta que normalmente sería la ordinaria convocada en el primer semestre de 1981 (19), sin embargo no se preveían las consecuencias que habrían de derivarse de no tratar o no acordar la ratificación en esa primera Junta. (20)

Esta última circunstancia ha llevado al legislador a modificar a través de las disposiciones transitorias del R. D. del 13 de Julio de 1981, el régimen de exclusión voluntaria en los dos aspectos siguientes: 1º Permitiendo la exclusión de la cotización sin necesidad de formular oferta pública siempre que el acuerdo se adopte en la primera Junta general que se celebre después de la entrada en vigor de dicho Decreto y 2º señalando que de no adoptarse tal acuerdo en dicha Junta se entenderá se ha ratificado la presencia o el acuerdo de admisión a cotización, con la obligación inherente de que la sociedad, por una parte deba acordar la exclusión mediante acuerdo de la Junta general y que dicho acuerdo le obligue a formular una O. P. A. a los disidentes y ausentes (21).

---

(19) En efecto dada la práctica vigente en la mayoría de las sociedades la primera Junta general posterior a la entrada en vigor del Decreto de O. P. A. sería la celebrada en el primer semestre de 1981, pero téngase en cuenta que curiosamente mientras en los párrafos anteriores se hablaba siempre de Junta general extraordinaria, ahora sólo se dice "primera Junta general que celebren".

(20) De hecho no todas las sociedades sometieron esta cuestión a la consideración de la Junta General.

(21) No deja de tener interés examinar el texto de la disposición transitoria primera, dos del Real Decreto de 13 de Julio de 1981 que textualmente dice así:

"Si las Entidades o Sociedades emisoras comprendidas en el párrafo anterior no tomasen el acuerdo de exclusión en el momento aludido en aquél, se entenderá han ratificado la permanencia o solicitud de admisión en cotización oficial de los títulos por ellas emitidos y, en consecuencia, les obligará plenamente el Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio en su redacción vigente después de las modificaciones contenidas en el presente Real Decreto".

Pensamos que es curioso, aparte de porque de una ratificación necesaria expresa pasamos a una ratificación presunta, porque lo que al parecer se pretende es que una vez ratificada de esta forma la presencia en la cotización, sólo la Junta general pueda acordar la exclusión y además con la obligación de hacer oferta pública todo ello en los

Además, en el Real Decreto de 13 de Julio de 1981, se insiste por una parte en que el órgano competente para acordar la admisión es la Junta general, y por otra, se reitera la obligación de formular O. P. A. pero ampliándola a los obligacionistas (22) y haciendo una mención poco precisa de las condiciones mínimas de la O. P. A. (23).

De ahora en adelante será necesario que el acuerdo de solicitud de admisión a cotización oficial se adopte por la Junta General o apoyándose en un acuerdo de dicho órgano en tal sentido, y por otra parte se exige como contenido mínimo de dicho acuerdo no sólo aspectos referentes a la admisión sino a su posterior exclusión y en este sentido se establece que necesariamente constará en el acuerdo de solicitud de admisión que en el caso de posterior solicitud de exclusión de la cotización se adoptará ésta con las mismas formalidades y en tal supuesto se garantizará el interés de los accionistas u obligacionistas que se opusieron o no votaron el acuerdo mediante oferta pública de adquisición de sus títulos en las condiciones mínimas establecidas en la Ley de sociedades anónimas o con ella concordantes y cumpliendo los requisitos previstos en la misma. De esta forma se ha pretendido, al parecer, que la competencia de la Junta en materia de exclusión tenga apoyo en un acuerdo anterior del propio órgano, lo cual indica la falta

---

términos que establece el apartado b) del art. 27 del Rgto. de Bolsas en su nueva redacción (para demostrarlo basta leer el n.º. 1 de esta misma disposición transitoria). Pues bien da la casualidad curiosa que el apartado b) del art. 27 en su nueva redacción se esta refiriendo a la documentación sobre unos acuerdos que habrán de adoptarse en el futuro y que difícilmente pueden constituir normas que rijan en supuestos en que dicho acuerdo todavía no se ha adoptado. Más prudente hubiera sido continuar haciendo referencia al art. 3.º del Decreto de O. P. A. que mencionan como norma que regirá la oferta pública en estos supuestos el párrafo b) del art. 27.

(22) La inclusión de las obligaciones produce perplejidad no sólo por la forma en que se hace, aludiendo a los obligacionistas que hubieran votado en Junta en contra del acuerdo de exclusión, sino también por otras razones, como es, en primer lugar el que de esta manera parece admitirse que la sociedad emisora puede por sí sólo solicitar y naturalmente la Junta Sindical debe admitir la exclusión de obligaciones, es decir, los obligacionistas individualmente o a través de sus órganos colectivos no parecen tener ninguna posibilidad ni competencia para intervenir en esta cuestión que como más adelante decimos, normalmente forma parte del contrato de emisión, y en segundo lugar el tratamiento asimilado de los supuestos de exclusión de acciones con los de obligaciones parece ignorar la sustancial diferencia que existe ente ambos títulos y que sintéticamente podemos decir que convierten al poseedor de las acciones en socio e integrante de la sociedad mientras que al de las obligaciones en acreedor de la sociedad y tercero respecto a ésta, de dónde se deriva que la problemática es completamente distinta.

(23) Más que poco precisa la referencia a las condiciones de la oferta, podríamos decir que es también confusa. En efecto, se dice que las condiciones de la oferta serán las establecidas en la L. S. A. y realmente la L. S. A. no contempla tal supuesto, sino que, y esto ya lo advertimos en su momento, lo que al parecer pretendía de manera

de apoyo que tenía la posición anteriormente adoptada en el Decreto de 1980. Se han incluido además a los obligacionistas y, consiguientemente parece entenderse que el acuerdo de exclusión de obligaciones puede adoptarse con la sola intervención de la sociedad emisora y por tanto sin participación alguna del Sindicato de Obligacionistas, lo cual es más que dudoso que pueda ser así al ser la solicitud de admisión una de las condiciones del contrato de emisión cuya alteración exigiría a nuestro juicio la intervención de dicho órgano de acuerdo con lo establecido en el art. 127 de la L. S. A. Finalmente la alusión a las condiciones establecidas en la L. S. A. para la oferta pública es sorprendente por no preverse en la misma tal supuesto.

Todo lo anterior lleva a pensar que es supérfluo el plantearse si el nuevo régimen de la exclusión voluntaria obedece a una idea del autor de la normativa en el sentido de que la cotización oficial repercute en la naturaleza de la sociedad emisora creando un nuevo tipo o subtipo de sociedad y que la exclusión así como la admisión, siempre que se refiera a acciones deben ser consideradas como supuestos de transformación y acordadas con los requisitos y consecuencias que nuestra legislación prevé en tal caso, y entendemos que es supérfluo porque al autor de estas normas lo mismo le da hablar de Junta general ordinaria que extraordinaria, de oferta a los accionistas, que a los obligacionista, de obligación expresa de ratificar en la primera junta que de ratificación tácita en la inmediatamente posterior, todo lo cual no parece indicar que se haya planteado ni de lejos temas como el de el significado y alcance de la cotización en la estructura de la sociedad anónima (23 bis).

#### B) *Exclusión por acuerdo de la Junta Sindical*

En este punto el Real Decreto de 13 de Julio de 1981 a los supuestos de incumplimiento del deber de información y escasez de volúmen o frecuencia de contratación, en los cuales hay que destacar modificaciones importantes, ha añadido un nuevo supuesto: el de difusión insuficiente. Por otra parte, en el nuevo régimen se contienen otras dos novedades de interés, una mediante la que se impone a la Junta Sindical una obligación de publicidad en relación con el volúmen y la frecuencia de contratación, así como de la difusión de los

---

desde luego equivocada, el Decreto sobre O. P. A., era la concesión de un derecho de separación aunque se configuraba como una adquisición por una sociedad de sus propias acciones. Vid. "La nueva reglamentación de las ofertas públicas" Bolsa Madrid, nº. 33, Febrero, 1981, pág. 11.

títulos, y otra, para determinados supuestos, que más adelante se detallaran, se impone una obligación de O. P. A.

Mencionadas en esta forma escueta las novedades, pasamos a exponerlas en forma más detallada, haciendo una descripción del tratamiento de la exclusión por acuerdo de la Junta Sindical tal y como queda después del tantas veces citado R. D. de 13 de Julio de 1981.

a) *Exclusión por incumplimiento de los deberes de información*

Desde un punto de vista formal, la variación establecida por el R. D. de 13 de Julio 1981 consiste en añadir al texto del art. 48 del Reglamento de Bolsas un nuevo párrafo (24). Desde el punto de vista de fondo, con el añadido se han establecido varias modificaciones importantes al régimen anterior en este punto. La primera alteración consiste en referir el deber de información no sólo Reglamento de Bolsas, sino también a las normas complementarias. Lo cual parece acertado teniendo en cuenta que en el paquete de medidas bursátiles existen una serie de disposiciones que no se integran formalmente en el Reglamento de Bolsas e imponen determinadas obligaciones de suministrar información a las Bolsas y al público en general (25)

La segunda alteración consiste en que hasta ahora en el supuesto de incumplimiento previsto en el 2º párrafo del art. 48, la Junta Sindical tenía la opción de suspender o excluir, mientras que en virtud del párrafo añadido al art. 48 en ese supuesto la exclusión no podrá acordarse directamente sino que habrá de ir precedida de una suspensión temporal por el plazo de un mes en el que la entidad o persona acuerde subsanar y subsane los defectos de información. Es decir, ya no hay opción ni posibilidad de, en este supuesto, excluir sin previa suspensión.

b) *Exclusión por insuficiencia en el volúmen, o en la frecuencia de contratación, o por falta de difusión*

---

(24) Así por lo menos interpretamos nosotros el art. 4º. uno del Real Decreto de 13 de Julio de 1981 cuando dice que "La redacción actual del art. 48 pasa a ser la del número uno de dicho artículo".

(25) Especialmente significativas a este respecto son las medidas contenidas en el Real Decreto 1847 de 5 de Septiembre de 1980 y la O. M. de 17 de Noviembre de 1981 en los cuales además (art. 8º. de la primera disposición y 8º. también de la segunda) contiene también un tratamiento específico de las repercusiones del incumplimiento de estos deberes en relación con la cotización de los títulos, y el art. 8º. del Real Decreto de 1980 núm. 1847, no parece haberse tenido excesivamente en cuenta al redactar el nuevo art. 48 del Rgto. de Bolsas en su última edición.

El R. D. de Julio 1981 modifica sustancialmente el tratamiento de la segunda causa de exclusión que establecía el Rgto. de Bolsas en la versión aprobada por Decreto de 30 de Junio de 1967, que, como en su momento dijimos, era de una parte inconcreto en cuanto a las causas, excesivamente drástico en cuanto a las medidas (no cabía más que la exclusión) y debaja a la Junta Sindical, tanto en la apreciación de la causa como en la posibilidad de adoptar o no la medida, una gran discrecionalidad.

Estas tres notas caracterizadoras del Rgto. de Bolsas hasta ahora vigente, se han visto enormemente afectadas por el tratamiento que de esta cuestión hace el R. D. de 1981; y la primera variación a subrayar es que en el nuevo texto junto a los anteriores se establece un nuevo motivo de exclusión consistente en la escasez de difusión de los títulos. Además, como veremos a continuación, al describir el contenido del R. D. de 1981 en esta materia, desaparece en gran medida la inconcreción de las causas, por otra parte la sanción no es sólo la exclusión sino que se prevé también la suspensión, y a través de ella se va a ofrecer al emisor la posibilidad de ir corrigiendo las causas y evitar el efecto de la exclusión; finalmente el margen de discrecionalidad de la Junta Sindical se va a limitar extraordinariamente, llegando incluso a suprimirse en determinados supuestos, con lo cual va a alterarse, en la medida que procuraremos poner de manifiesto, la posición de la Junta Sindical en el marco del mercado de valores.

Por lo que se refiere a los índices de frecuencia y volúmen de contratación, el nuevo art. 49. 1 establece que, cuando en un semestre natural éstos no alcancen determinados mínimos (26), la Junta o Juntas Sindicales correspondientes habrán de advertir de ello al emisor y lo publicarán en el Boletín de Cotización Oficial.

Ahora bien, si dicha circunstancia se produce en 2 semestres naturales consecutivos, o en 3 alternos, en un periodo de 6, la Junta o Juntas Sindicales correspondientes suspenderán la cotización oficial del valor de que se trate y requerirán al emisor para que justifique, en el plazo de 3 meses, las circunstancias de difusión a que se refieren los apartados b) y f) del art. 32. 1 o proceda conforme a lo establecido en los apartados g) o h) de dicho artículo.

---

(26) En cuyo análisis no creemos en este momento procedente entrar remitiéndonos al texto del mencionado artículo para su determinación y renunciando previamente a un examen de su conveniencia y adecuación a las circunstancias presentes del mercado por entender que esta materia es estrictamente de técnica económica aplicada a la normativa bursátil y excede de nuestras competencias.

Si así no se hiciere, se procederá por la Junta o Juntas Sindicales a la exclusión de los títulos valores de la cotización oficial.

Como fácilmente se puede observar, muy poco tiene que ver este régimen con el anteriormente vigente. En efecto, como ya hemos anticipado, frente a una frecuencia o un volumen de contratación notoriamente insuficiente (a juicio de la Junta Sindical correspondiente), se establecen ahora índices de frecuencia o de volumen muy concretos y referidos también a períodos concretos de tiempo, frente a la exclusión como única medida y adoptar, se establece un cuadro de medidas sucesivas según sea la gravedad de la situación, advertencia al interesado y publicación en el Boletín de Cotización Oficial de haberse producido la circunstancia, *suspensión de la cotización*, caso de repetirse ésta en los periodos mencionados, unida a la posibilidad de que durante 3 meses el interesado pueda acreditar que sin perjuicio de la escasa frecuencia o volumen, existe la difusión mínima exigida para la admisión a la cotización oficial o que si ésta o no existe o no se puede acreditar, se adoptan por el interesado las medidas que se prevén en la nueva disposición para subsanar esa falta de difusión; y sólo en el caso de que en ese plazo no se hiciera lo anterior, llegará la exclusión pero no como facultad de la Junta Sindical, sino como medida que se exige imperativamente que se adopte por ésta en tal supuesto.

La actuación de la Junta Sindical evidentemente se concibe en la nueva disposición en forma totalmente distinta. Como se deduce de lo expuesto, se impone a la Junta Sindical el deber de vigilar el desarrollo del volumen y la frecuencia de la contratación de los títulos admitidos a cotización oficial y se le imponen determinados deberes cuando en un periodo determinado uno u otro no alcancen los mínimos establecidos. Estos deberes consisten en advertir de tal circunstancia a la entidad emisora y así mismo publicarla en el Boletín de Cotización Oficial, sin duda para información del público inversor. Este deber de vigilancia impuesto a la Junta Sindical no termina aquí, sino que de reiterarse la insuficiencia de volumen o frecuencia en los periodos previstos por el art. 49, se impone también a la Junta el deber de suspender la cotización del título de que se trate (imaginamos que publicando el correspondiente anuncio en el Boletín de Cotización Oficial) y se le impone también la obligación de excluir en el caso de que en el plazo de 3 meses la emisora no acredite la difusión mínima o no se asuman los compromisos previstos en el art. 32 1 g) ó h).

Relacionadas con el nuevo papel encomendado a la Junta Sindical, se encuentran las medidas de publicidad a que alude el último párrafo

del nuevo art. 49, pero antes de estudiarlas pensamos que es más oportuno, siguiendo el orden del propio artículo, examinar la nueva causa de exclusión, esto es, la falta de difusión de los títulos.

El art. 49. 2 establece que: "Si las circunstancias de difusión aludidas anteriormente no se dan, aunque la frecuencia de cotización o el volúmen de contratación sean superiores a las establecidas en el número 1 de este artículo, la Sociedad o Entidad deberá proceder conforme a lo establecido en los apartados g) o h) del artículo 32. 1. En otro caso la cotización oficial de los títulos-valores correspondientes se suspenderá hasta el término del trimestre siguiente. Si persistiesen las circunstancias aludidas y no se hubiesen comunicado los acuerdos a que se refieren los apartados g) o h) del artículo 32. 1, citado, la Junta o Juntas Sindicales correspondientes procederán a la exclusión de los títulos-valores de la cotización oficial en los términos comprendidos en el número 1 anterior".

Mediante esta disposición se pretende sin duda evitar que a través de una contratación "provocada" con la que se cumplan los mínimos de volúmen y frecuencia, la emisora se encuentre al abrigo de una posible suspensión o exclusión, aparentando falsamente la existencia de un mercado para los títulos de que se trate. La exposición de motivos confirma esta interpretación, cuando dice: "Asimismo, no basta con exigir tales garantías e información para su admisión a cotización oficial, sino que es necesario que persistan mientras permanezcan en ella, evitando que situaciones anormales no permanentes condujesen a la exclusión de la cotización oficial, a la vez que evitan que se produzca el fenómeno contrario, que entre otras circunstancias se pone de manifiesto por la casi nula contratación de algunos valores, *o bien por la contratación aparente y circunstancial, a veces frecuente, en títulos que estan difundidos de forma escasa o que carecen de difusión*".

La intención es clara, pero diversas circunstancias relativas a su operatividad no quedan suficientemente precisadas, como se desprende del exámen del art. 49. 2 que a continuación vamos a hacer. Comienza dicho precepto afirmando que si no se dan las circunstancias de difusión aludidas anteriormente, esto es, las de los apartados b) y f) del art. 32. 1, aunque la frecuencia de cotización o el volúmen de contratación sean superiores a las establecidas en el n.º. 1 del art. 49, la sociedad o entidad deberá proceder conforme a lo establecido en los apartados g) o h) del art. 32. 1. Y sigue añadiendo que en otro caso la contratación oficial de los títulos-valores correspondiente se suspenderá hasta el término del trimestre siguiente.

Se pretende de esta forma delimitar el supuesto de hecho y hacer derivar del mismo determinadas consecuencias para el emisor. No obstante, ello se hace, a nuestro entender, con insuficiencias graves. La primera estriba en que el órgano de administración de la sociedad puede no tener durante mucho tiempo los elementos necesarios para detectar la insuficiente difusión y por otra parte puede conocerla sin que, sin embargo un tercero pueda probar que tal circunstancia se conocía por el emisor (su órgano de administración). Por otra parte, aún suponiendo que el emisor tuviera los elementos para conocer la insuficiencia de difusión y que la Junta Sindical pudiera probar que así era, conviene preguntarse si del art. 49. 2 deriva una obligación de poner tal circunstancia en conocimiento de la Junta Sindical inmediatamente y si con independencia de esto existe un plazo para que el emisor proceda conforme a lo establecido en el apartado g) o h) del art. 32. 1, y en todo caso, desde que momento debe contarse ese plazo. Debe además tenerse en cuenta que en los supuestos de acciones al portador y más aún, en los de obligaciones de esta naturaleza, la Junta Sindical es difícil que tenga datos que le permitan saber sin recurrir al ente emisor si se da la insuficiencia de difusión, por lo cual pensamos que en principio no debe constituir un elemento integrante del supuesto de hecho del art. 49. 2 una advertencia o comunicación de la Junta Sindical.

Por tanto, recapitulando, debemos recordar que si el supuesto de hecho es claro, su manifestación externa no siempre se produce en relación con el emisor y caso de producirse, será difícil probarlo para un tercero, y por otra parte no vemos como la Junta Sindical podrá detectar que el supuesto de hecho se ha producido. Tampoco es precisa la consecuencia que nace de la producción del supuesto de hecho en lo que respecta al momento en que nace el plazo para obrar de conformidad con el preceptuado en el art. 32. 1 ap. g) o h). Siendo esto así, resulta también difícil interpretar a partir de que momento se va a producir la circunstancia que en el art. 49. 2 se describe diciendo: "...En todo caso la cotización oficial de los títulos... se suspenderá hasta el término del trimestre siguiente", y si no se sabe cuando se produce ese momento que impone la suspensión, tampoco es fácil interpretar lo que debe significar la expresión "hasta el término del trimestre siguiente", porque puede ser siguiente al de la suspensión o siguiente al momento en que la entidad debería haber procedido de conformidad con los apartados g) y h)...

El mencionado art. 49. 2 sigue diciendo: "Si persistiesen las circunstancias aludidas... la Junta o Juntas Sindicales correspondientes procederán a la exclusión...", conviene preguntarse, si persistiesen,

¿cuando? porque el precepto no lo dice, aunque lo lógico parecería ser al término del trimestre siguiente que se menciona en la frase anterior del precepto. Por ello hubiera sido lógico decir expresamente, si (*en ese momento*) persistiesen...

En suma está claro lo que con el precepto se pretende, pero es muy difícil conocer y poder acreditar cuándo habiendo volúmen y frecuencia en la contratación superiores a los mínimos, existe difusión insuficiente. De aquí la dificultad en pretender hacer derivar consecuencias de esta situación, máxime sin establecer de forma expresa para el emisor una obligación de informar cuando la conozca o cuando observe síntomas que podrían manifestarla. Al no haberse hecho así, no se establece una circunstancia impulsora de la aplicación del precepto y en consecuencia queda, pudieramos decir, desconyuntado todo su contenido.

Por último es necesario aludir a dos puntos. El primero es el referente a la obligación que se impone a las Juntas Sindicales de resaltar en las actas y boletines de cotización los títulos con insuficiente frecuencia, volúmen o difusión, así como la de publicar una vez al mes, por lo menos, un resumen del comportamiento bursátil de los valores cotizados, en los términos establecidos en el art. 49. 3 que no creemos necesario examinar en este momento (27). El segundo punto al que es preciso aludir se refiere a la obligación que se establece en la nueva redacción del art. 50 para los casos de exclusión por la Junta Sindical, consistente en que en tales supuestos los emisores habrán de realizar una O. P. A. a sus accionistas u obligacionistas si tal derecho figura en los estatutos o en la escritura de emisión, y a este respecto nos preguntamos si sólo existe la obligación en estas circunstancias, qué necesidad había de incluirla en un precepto del Reglamento y además haciendolo sin señalar plazo ni precio para la O. P. A.

---

(27) En este tema nos remitimos al comentario que se realiza respecto a las cuestiones de documentación por Don José SERNA.

## V. CONCLUSION

Quizá el lector espere que en este momento realicemos algunas consideraciones sobre la adscripción a una u otra de las corrientes que en el Derecho comparado existen en relación con las distintas cuestiones que afloran en el tema de la exclusión. Esta era también una de nuestras pretensiones al iniciar el trabajo que ahora concluye, pero esperamos que se nos comprenda si desistimos del propósito basándonos en que no es posible hacerlo por falta de los mínimos de coherencia y claridad en la nueva reglamentación española, que por otra parte no dudamos que pueda ser alterada por la vía de cualquier disposición transitoria en cualquier de las normas de esta llamada reforma de la Bolsa que aún están pendientes de publicación.

No obstante no podemos menos de realizar algunas consideraciones sobre el contenido del tratamiento de la exclusión aún partiendo del examen aislado de las disposiciones españolas. En este sentido, en relación con la exclusión voluntaria, al margen de que el tratamiento del tema, como ya hemos dicho anteriormente sea técnicamente deficiente, hemos de advertir que dando entrada por la puerta falsa a un derecho de separación para este supuesto se está convirtiendo en inviable desde el punto de vista económico el supuesto objeto de tratamiento, máxime si se configuran como supuesto de adquisición por una sociedad de sus propias acciones que en este caso concreto sólo podría realizarse con cargo o beneficios o reservas libres, es decir, en posición económica desahogada, que no es precisamente el caso de quien solicita la exclusión.

En relación con la exclusión-sanción sólo algunas observaciones: la primera que el rigor y la precisión sólo se establecen en los puntos referentes a lo que pudieramos llamar "marketability" de los títulos, la segunda es que el rigor y la precisión desciendan en temas de importancia para el buen funcionamiento del mercado como es el incumplimiento de las obligaciones informativas, y por último no existen en absoluto, al parecer, en relación con algunas condiciones de admisión como son las que puedan ser sintomáticas de una rentabilidad mínima en las épocas precedentes a la admisión (art. 21. 1. c), en su nueva redacción) y que no parece tener transcendencia como posible causa de exclusión-sanción.