



Recopilación de la Jurisprudencia

CONCLUSIONES DEL ABOGADO GENERAL
SR. MICHAL BOBEK
presentadas el 18 de marzo de 2021¹

Asunto C-605/18

**Adler Real Estate AG,
Petrus Advisers LLP,
GM**

Coadyuvante:

Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA)

[Petición de decisión prejudicial planteada por el Bundesverwaltungsgericht (Tribunal Federal de lo Contencioso-Administrativo, Austria)]

«Procedimiento prejudicial — Requisitos de transparencia relativos a los valores admitidos a negociación en un mercado regulado situado o que opera en un Estado miembro — Notificación de “participaciones importantes” por parte de “sujetos de Derecho colaboradores” — Directiva 2004/109/CE — “Requisitos más estrictos” — “Supervisión” por parte de una autoridad designada de conformidad con la Directiva 2004/25/CE»

I. Introducción

1. La Finanzmarktaufsichtsbehörde (Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros, Austria; en lo sucesivo, «Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros») impuso una serie de sanciones administrativas pecuniarias a varias personas por haber incumplido la obligación que les incumbía de notificar a un emisor, cuyas acciones se admitieron a negociación en un mercado regulado situado en Austria, la adquisición por parte de aquellas personas de «participaciones importantes» en los valores del referido emisor. En el presente asunto, el Bundesverwaltungsgericht (Tribunal Federal de lo Contencioso-Administrativo, Austria) quiere, en esencia, que se dilucide si, con arreglo a la Directiva 2004/109/CE,² la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros era la autoridad competente para sancionar el incumplimiento de esa obligación de notificación.

¹ Lengua original: inglés.

² Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (DO 2004, L 390, p. 38).

II. Marco jurídico

A. Derecho de la Unión

1. Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición

2. La Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO 2004, L 142, p. 12; en lo sucesivo, «Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición») contempla medidas para coordinar todos los instrumentos de los Estados miembros relativos a las ofertas públicas de adquisición de valores de una sociedad que cotiza en un mercado regulado situado o que opera en un Estado miembro.³ De conformidad con su artículo 4, apartado 1, los Estados miembros designan a la autoridad o autoridades competentes para la supervisión de las ofertas que se rijan por las normas adoptadas o introducidas en virtud de dicha Directiva.

2. Directiva sobre la transparencia

3. La Directiva 2004/109 (en lo sucesivo, «Directiva sobre la transparencia») tiene por objeto la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado situado o que opera en un Estado miembro. A tenor de su considerando 2, «los accionistas, o las personas físicas o jurídicas que tengan derechos de voto o instrumentos financieros que den derecho a adquirir acciones existentes con derecho de voto», deben informar a los emisores de la adquisición u otras modificaciones de «participaciones importantes» en empresas, de forma que estas puedan mantener informado al público.

4. El considerando 28 de dicha Directiva explica que:

«Debe designarse en cada Estado miembro una autoridad competente única que asuma la responsabilidad final de supervisar el cumplimiento de las disposiciones adoptadas con arreglo a la presente Directiva, así como de la cooperación internacional. [...]»

5. Tras su modificación por la Directiva 2013/50/UE (en lo sucesivo, «Directiva de modificación de la Directiva sobre la transparencia»),⁴ el artículo 3 de la Directiva sobre la transparencia tiene actualmente el siguiente tenor:

«1. El Estado miembro de origen podrá someter a los emisores a requisitos más estrictos que los fijados en la presente Directiva, salvo exigirles que publiquen información financiera periódica con mayor frecuencia que la de los informes financieros anuales a los que se refiere el artículo 4 y los informes financieros semestrales a los que se refiere el artículo 5.

³ Artículo 1, apartado 1, de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición.

⁴ Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, por la que se modifican la Directiva 2004/109, la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y la Directiva 2007/14/CE de la Comisión por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109 (DO 2013, L 294, p. 13).

1 *bis*. No obstante lo dispuesto en el apartado 1, los Estados miembros de origen podrán exigir a los emisores que publiquen información financiera periódica adicional con mayor frecuencia que la de los informes financieros anuales a los que se refiere el artículo 4 y los informes financieros semestrales a los que se refiere el artículo 5, siempre que se reúnan las siguientes condiciones:

- que la información financiera periódica adicional no constituya una carga financiera desproporcionada en el Estado miembro de que se trate, en particular para los pequeños y medianos emisores afectados, y
- que el contenido de la información financiera periódica adicional exigida guarde proporción con los factores que contribuyen a las decisiones de inversión de los inversores en el Estado miembro de que se trate.

[...]

El Estado miembro de origen no podrá someter a un accionista o a una persona física o jurídica de las mencionadas en los artículos 10 y 13 a requisitos más estrictos que los fijados en la presente Directiva, salvo cuando:

[...]

- iii) se apliquen disposiciones legales, reglamentarias o administrativas adoptadas en relación con ofertas públicas de adquisición, operaciones de fusión y otras operaciones que afecten a la propiedad o al control de las empresas, supervisadas por las autoridades designadas por los Estados miembros con arreglo al artículo 4 de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.»

6. En virtud del artículo 10 de la Directiva sobre la transparencia:

«Los requisitos de notificación definidos en los apartados 1 y 2 del artículo 9 se aplicarán también a toda persona física o jurídica en la medida en que tenga derecho a adquirir, ceder o ejercer derechos de voto en cualesquiera de los casos siguientes o en una combinación de los mismos:

- a) derechos de voto en poder de un tercero con quien esa persona física o jurídica haya celebrado un acuerdo que los obligue a adoptar, mediante el ejercicio concertado de los derechos de voto que poseen, una política común duradera en relación con la gestión del emisor en cuestión;

[...]».

7. A tenor de lo dispuesto en el artículo 24 de la Directiva sobre la transparencia:

«1. Cada Estado miembro designará la autoridad central mencionada en el apartado 1 del artículo 21 de la Directiva 2003/71/CE como autoridad administrativa central competente para desempeñar las funciones previstas en la presente Directiva y responsable de asegurarse de que se apliquen las disposiciones adoptadas de conformidad con la presente Directiva. [...]

2. Los Estados miembros podrán permitir que su autoridad competente central delegue funciones [...] Toda delegación de funciones se hará de manera específica, definiendo las funciones que han de desempeñarse y las condiciones en que deben llevarse a cabo.

[...] En todo caso, la responsabilidad final de la supervisión del cumplimiento de las disposiciones de la presente Directiva y de las medidas de ejecución adoptadas conforme a la misma recaerá en la autoridad competente designada de conformidad con el apartado 1.»

B. Derecho austriaco

1. Ley Federal de Ofertas Públicas de Adquisición

8. El Derecho austriaco se adaptó a la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición mediante la Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote (Ley Federal de Ofertas Públicas de Adquisición; en lo sucesivo, «Ley de Ofertas Públicas de Adquisición»).⁵ Su artículo 1, apartado 6, define el concepto «sujetos de Derecho colaboradores» del siguiente modo:

«Sujetos de Derecho colaboradores: personas físicas o jurídicas que colaboren con el licitador en virtud de un pacto para obtener o ejercer el control sobre la sociedad, en particular mediante la coordinación de sus derechos de voto, o que colaboren con la sociedad en virtud de un pacto para frustrar la oferta de adquisición. Si un sujeto de Derecho posee, directa o indirectamente, una participación que le confiere el control (artículo 22, apartados 2 y 3) de uno o más sujetos de Derecho, se presumirá que dichos sujetos de Derecho actúan conjuntamente; lo mismo se aplicará cuando varios sujetos de Derecho hayan celebrado un pacto sobre el ejercicio de sus derechos de voto para la elección de los miembros del consejo de vigilancia.»

9. Con arreglo al artículo 22, apartado 1, de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición:

«El que obtenga, directa o indirectamente, una participación que le confiere el control de una sociedad afectada informará inmediatamente de ello a la Comisión de Adquisiciones, y deberá presentar una oferta de la totalidad de los valores de dicha sociedad con arreglo a lo dispuesto en la presente Ley federal en un plazo de veinte días hábiles bursátiles a partir de la obtención de dicha participación.»

10. A tenor de lo dispuesto en el artículo 22 *bis*, apartado 1, de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición, la «obligación de presentar una oferta con arreglo al artículo 22, apartado 1, se aplicará [...] cuando se forme un grupo de partes que actúen como sujetos de Derecho colaboradores que adquieran conjuntamente una participación que les confiere el control de una sociedad afectada».

11. El artículo 23 de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición, cuyo epígrafe es «Atribución de acciones y ampliación de las obligaciones del oferente», explica, en su apartado 1, que los derechos de voto de los «sujetos de Derecho colaboradores», en el sentido del artículo 1, apartado 6, de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición, deben imputarse recíprocamente mediante la aplicación de los artículos 22 a 22 *ter*.

⁵ BGBl. I, n.º 127/1998.

2. Ley de Bolsa de 1989

12. En la época de los hechos del litigio principal, era aplicable la Börsegesetz 1989 (Ley de Bolsa de 1989), en su versión de BGBl. I, n.º 98/2015 (en lo sucesivo, «Ley de Bolsa de 1989»). Los artículos 91 y siguientes de la Ley de Bolsa de 1989, entre otras cosas, aplican las obligaciones de notificar información sobre «participaciones importantes» que se desprenden de la sección I del capítulo III y, en particular, del artículo 9, apartado 1, de la Directiva sobre la transparencia.

13. El artículo 92, apartado 7, de la Ley de Bolsa de 1989 extiende la obligación de notificación prevista en el artículo 91 también al caso de «derechos de voto imputables a una persona con arreglo al artículo 23, apartados 1 o 2, de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición».

III. Hechos, procedimiento nacional y cuestiones prejudiciales

14. La Übernahmekommission (Comisión de Adquisiciones, Austria; en lo sucesivo, «Comisión de Adquisiciones») es la «autoridad supervisora» designada por Austria con arreglo al artículo 4 de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición.

15. El 22 de noviembre de 2016, la Comisión de Adquisiciones emitió una resolución (en lo sucesivo, «resolución previa») contra Adler Real Estate AG (en lo sucesivo, «Adler»), Mountain Peak Trading LLP (en lo sucesivo, «Mountain Peak»), Westgrund AG (en lo sucesivo, «Westgrund»), Petrus Advisers LLP (en lo sucesivo, «Petrus») y GM (una persona física). Dicha resolución fue dictada en el marco de un procedimiento de investigación relativo a la adquisición de una «participación importante» que representaba el 31,36 % de los derechos de voto en Conwert Immobilien SE (en lo sucesivo, «Conwert») y al correspondiente incumplimiento de la obligación de presentar una oferta pública de adquisición obligatoria. La referida Comisión señaló que, considerando la imputación recíproca de los derechos de voto con arreglo al artículo 23, apartado 1, de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición, se obtuvo una participación con poder de control en el sentido del artículo 22 de dicha Ley.

16. Para efectuar esa apreciación relativa a la superación del umbral, la Comisión de Adquisiciones se basó en los criterios de agregación que se aplican a los «sujetos de Derecho colaboradores» establecidos en el artículo 1, apartado 6, de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición. De conformidad con el artículo 23, apartado 1, de dicha ley, esos derechos de voto en Conwert debían, por lo tanto, haberse imputado recíprocamente a Adler, Mountain Peak, Westgrund, Petrus y GM por primera vez el 29 de septiembre de 2015. En principio, en virtud del apartado 1 del artículo 22 *bis* de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición, esa adquisición de una «participación importante» debería haber dado lugar a que se presentase una oferta pública de adquisición obligatoria sobre Conwert en un plazo de veinte días hábiles bursátiles.

17. Mediante sentencia de 1 de marzo de 2017, el Oberster Gerichtshof (Tribunal Supremo de lo Civil y Penal, Austria) desestimó un recurso contra la resolución previa. Dicha resolución previa adquirió firmeza.

18. El 29 de junio de 2018, la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros, la «autoridad administrativa central competente» en el sentido del artículo 24 de la Directiva sobre la transparencia, impuso sendas sanciones administrativas pecuniarias a Adler, Petrus y GM por haber incumplido la obligación de notificación prevista en el artículo 92, apartado 7, de la Ley de Bolsa de 1989. Dicha obligación incumbe a toda persona física o jurídica que, individual o

colectivamente, obtenga una participación superior al 30 % en una «sociedad afectada». Según la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros, en el presente asunto, Adler, Petrus y GM actuaron como «sujetos de Derecho colaboradores» en el sentido del artículo 1, apartado 6, de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición al adquirir las acciones de Conwert. Los derechos de voto correspondientes a sus participaciones en Conwert debían, por lo tanto, haberse imputado recíprocamente a dichas partes por primera vez el 29 de septiembre de 2015.

19. A efectos de calificar a Adler, Petrus y GM como «sujetos de Derecho colaboradores», la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros consideró que estaba vinculada por el carácter firme de la calificación jurídica y fáctica realizada en la resolución previa. A resultas de ello, no examinó por sí misma si procedía calificar a Adler, Petrus y GM como «sujetos de Derecho colaboradores», en el sentido del artículo 1, apartado 6, de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición, ni si los derechos de voto correspondientes a sus participaciones deberían haberseles imputado recíprocamente. La Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros resolvió que, en el marco del procedimiento sancionador administrativo, únicamente podía investigarse la existencia del elemento subjetivo de la conducta ilícita —la *mens rea* de Adler, Petrus y GM—.

20. El tribunal remitente observa que la Ley de Bolsa de 1989, mediante la que se adapta el Derecho austriaco a la Directiva sobre la transparencia, impone obligaciones de notificación a las personas que posean «participaciones importantes» (cuyo umbral se establece en el 30 %) en el «emisor». Estas obligaciones van más allá de las previstas en la Directiva sobre la transparencia. En consecuencia, dicho tribunal estima que la obligación de notificación que incumbe a los «sujetos de Derecho colaboradores» establecida en el artículo 92, apartado 7, de la Ley de Bolsa de 1989 debe considerarse comprendida en el concepto de «requisitos más estrictos que los fijados en la» Directiva sobre la transparencia.

21. Sin embargo, el tribunal remitente alberga dudas sobre si estos requisitos «más estrictos» son conformes al artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia. Dicha disposición prevé que cualquier requisito «más estricto» debe ser «[supervisado] por las autoridades designadas por los Estados miembros con arreglo al artículo 4 de la [Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición]».

22. El tribunal remitente plantea asimismo cuestiones sobre la compatibilidad de las normas procesales austriacas que confieren efecto vinculante a las resoluciones administrativas que han adquirido firmeza con el artículo 47 de la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea (en lo sucesivo, «Carta»), en una situación en la que se considera que una resolución previa dictada por la Comisión de Adquisiciones, que ha adquirido firmeza, vincula a la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros en un momento posterior.

23. En estas circunstancias, el Bundesverwaltungsgericht (Tribunal Federal de lo Contencioso-Administrativo) decidió suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia las siguientes cuestiones prejudiciales:

«1) ¿Debe interpretarse el artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva [2004/109] en el sentido de que la validez de unos “requisitos más estrictos” para un “accionista o una persona física o jurídica” depende de que las “disposiciones legales, reglamentarias o administrativas” que imponen requisitos más estrictos para la publicidad de las participaciones sean “supervisadas” por una autoridad que haya sido designada por el

Estado miembro con arreglo a la Directiva [2004/25] relativa a las ofertas públicas de adquisición, y de que esta supervisión comprende el cumplimiento de dichos requisitos más estrictos para la publicidad de las participaciones en el sentido de la Directiva [2004/109]?

- 2) ¿Se opone el artículo 47 de la [Carta] a una práctica nacional conforme a la cual una resolución firme de una autoridad supervisora en el sentido del artículo 4 de la Directiva [2004/25], por la cual se declaró que una persona había infringido disposiciones del Derecho interno adoptadas en transposición de la Directiva [2004/25], tiene efecto vinculante también en un proceso penal instruido contra esa misma persona por infracción de las normas nacionales adoptadas a este respecto en transposición de la Directiva [2004/109] [Directiva de transparencia], de manera que dicha persona no puede rebatir, de hecho o de Derecho, la infracción ya declarada en resolución firme?»

24. Han presentado observaciones escritas Alder, Petrus, GM, la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros y la Comisión Europea. Con la salvedad de la Comisión, dichas partes también respondieron a las preguntas que les formuló el Tribunal de Justicia.

IV. Análisis

25. Las presentes conclusiones siguen la siguiente estructura. Comenzaré por examinar la primera cuestión prejudicial planteada por el tribunal remitente y la interpretación del término «supervisadas» habida cuenta del contexto de la disposición en la que figura. A continuación, analizaré el contexto del presente asunto. A la luz de estas consideraciones, propondré al Tribunal de Justicia que únicamente responda a la primera cuestión prejudicial (A). No obstante, dada la estrecha vinculación que existe entre el presente asunto y otra petición de decisión prejudicial planteada por el mismo tribunal nacional en el asunto paralelo Adler Real Estate y otros (C-546/18)⁶ la respuesta a la segunda cuestión prejudicial planteada en el presente asunto ya se ha facilitado, en efecto, en dicho asunto (B).

A. Sobre la primera cuestión prejudicial

26. Mediante su primera cuestión prejudicial, el tribunal remitente solicita aclaración sobre si el artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia, en su versión modificada por la Directiva de modificación de la Directiva sobre la transparencia, debe interpretarse en el sentido de que un «requisito [de notificación] más estricto» que los contemplados en la Directiva sobre la transparencia debe ser supervisado por la autoridad designada por los Estados miembros con arreglo al artículo 4 de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición. En caso de respuesta afirmativa a esta cuestión, se plantea la subcuestión de si dicha «supervisión» puede separarse de la tarea de «garantizar el cumplimiento» de los referidos «requisitos [de notificación] más estrictos».

27. Esta cuestión requiere ser desentrañada. Para ello, definiré antes de nada el escenario de los cambios introducidos por la Directiva de modificación de la Directiva sobre la transparencia y la necesidad de incluir el artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, en la Directiva sobre la transparencia (1). A continuación, interpretaré dicha disposición en su contexto y a la luz de las condiciones de aplicación que presupone (2). Seguidamente, abordaré la interpretación del término «supervisadas», tal como figura en el artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii),

⁶ Véanse mis conclusiones presentadas en el asunto Adler Real Estate y otros (C-546/18, EU:C:2021:219).

de la Directiva sobre la transparencia, a fin de determinar la autoridad que debe efectuar la supervisión reguladora de tales requisitos de información «más estrictos» (3). Solo entonces podré dar una respuesta a la cuestión planteada por el tribunal remitente.

1. Directiva sobre la transparencia y su modificación

28. Como parte del objetivo más amplio de completar el mercado único de servicios financieros y de hacer converger las normas de información financiera en toda la Unión, la Directiva sobre la transparencia trató de contribuir al establecimiento de «mercados de valores eficientes, transparentes e integrados».⁷ Dicha Directiva llevó a cabo una *armonización mínima* de los requisitos de notificación que deben cumplir las personas físicas y jurídicas que adquieran o gestionen de cualquier otra forma valores en emisores que operan en un mercado regulado de un Estado miembro.⁸ Esto facultó a los Estados miembros, a la hora de transponer dichos requisitos, a ir más allá del nivel básico de armonización mediante el establecimiento de requisitos de notificación más estrictos que los fijados en la Directiva sobre la transparencia.⁹

29. Como explica el documento de trabajo de los servicios de la Comisión sobre el funcionamiento de la Directiva sobre la transparencia, el efecto de esos requisitos «más estrictos» fue un «nivel desigual de armonización». Ello dificultó que las personas o entidades cumplieran simultáneamente las leyes de varios Estados miembros.¹⁰

30. La Directiva de modificación de la Directiva sobre la transparencia trató de solucionar este problema. Esta suprimió, en general, la facultad discrecional de los Estados miembros de imponer a los accionistas requisitos de notificación «más estrictos» que los contemplados en la Directiva sobre la transparencia.¹¹ Al mismo tiempo, no obstante, la Directiva de modificación de la Directiva sobre la transparencia necesitaba mantener la posibilidad de que los Estados miembros impusieran tales requisitos si estos guardaban relación con *otro aspecto* de la regulación de los mercados de valores nacionales.

31. Uno de estos aspectos es la regulación de las ofertas públicas de adquisición, operaciones de fusión y otras operaciones que afectan a la titularidad o al control de las empresas. Su regulación está cubierta, en general, por la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición.¹² Con arreglo al artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia, el Estado miembro de origen podrá someter a un tenedor de valores a requisitos de notificación «más estrictos» que los fijados en la Directiva sobre la transparencia, si tales

⁷ Considerandos 1 y 9 de la Directiva sobre la transparencia.

⁸ Compárese, por ejemplo, con la armonización completa de los requisitos de divulgación de información efectuada por el «Reglamento sobre el folleto» [Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (DO 2017, L 168, p. 12)].

⁹ Directiva sobre la transparencia, artículo 3, apartado 1.

¹⁰ Documento de trabajo de los servicios de la Comisión «The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues» — Documento que acompaña al Informe de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones — Aplicación de la Directiva 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, COM(2010) 243 [SEC(2010) 611 final], punto 6. Véase también, sobre el problema de la «sobre-regulación», documento de trabajo de los servicios de la Comisión — Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market [SEC(2008) 3033 final], punto 6.

¹¹ Directiva de modificación de la Directiva sobre la transparencia, considerando 12. Véase también la prohibición de imponer requisitos a los tenedores de valores que figura en el artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, de la Directiva sobre la transparencia.

¹² Véase, por ejemplo, Moloney, N.: *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014, p. 140.

requisitos están comprendidos en el ámbito de aplicación de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición. No obstante, esos requisitos «más estrictos» deben ser «*supervisados* por las autoridades designadas por los Estados miembros con arreglo al» artículo 4 de tal Directiva.¹³

32. A continuación, abordaré la cuestión de la interpretación del término «supervisadas» que figura en dicha disposición, que es la fuente de conflicto en el presente asunto.

2. «*Supervisadas*»

33. El tribunal remitente pregunta si el término «supervisadas» que figura en el artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia debe entenderse en el sentido de que únicamente se refiere a la «supervisión» de los requisitos «más estrictos» impuestos por el Derecho nacional, o si ese término debe vincularse asimismo a la garantía de su «cumplimiento».

34. GM, Adler y la Comisión defienden una interpretación literal de dicho inciso. Alegan que el citado inciso se refiere claramente a las autoridades designadas por los Estados miembros con arreglo al artículo 4 de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición como las que han de «supervisar» los requisitos «más estrictos».

35. La Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros, por su parte, aduce que sería contrario al espíritu y a la finalidad de la Directiva sobre la transparencia atribuir a una autoridad distinta de ella misma la competencia para garantizar el cumplimiento de dicha Directiva. Puntualiza que solo ella es la «autoridad administrativa central competente» en el sentido del artículo 24, apartado 1, de la Directiva sobre la transparencia. Como tal, una interpretación del artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia que asignara la supervisión de los requisitos «más estrictos» a la Comisión de Adquisiciones no encontraría apoyo en el tenor del artículo 24, apartado 1, de la Directiva sobre la transparencia. Además, el concepto de «autoridad designada con arreglo al artículo 4» de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición debe englobar a toda autoridad materialmente competente para lograr los objetivos contemplados por la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición. De lo contrario, las partes podrían eludir los requisitos de notificación derivados de la Directiva sobre la transparencia «actuando como sujetos de Derecho colaboradores» al adquirir «participaciones importantes».

36. La argumentación de la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros no me parece convincente.

37. La finalidad de la Directiva sobre la transparencia es establecer una armonización legislativa. Los Estados miembros deben designar a una autoridad administrativa para supervisar dicho objetivo.¹⁴ Sin embargo, tal armonización solo puede producirse, naturalmente, en el ámbito de aplicación de la Directiva sobre la transparencia. Esta finalidad no afecta a las competencias que no están comprendidas en su ámbito de aplicación, incluido cuando se refieran a la regulación de

¹³ El subrayado es mío.

¹⁴ Por supuesto, como señala acertadamente la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros, los Estados miembros también podrán designar a otra autoridad competente, distinta de la «autoridad central competente» mencionada en el artículo 24, apartado 1, de la Directiva sobre la transparencia, a efectos de su artículo 24, apartado 4, letra h), y podrán delegar asimismo a esa otra autoridad ciertas facultades. Sin embargo, como la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros confirmó en sus escritos, estos aspectos no son objeto del presente asunto.

otros aspectos de los mercados de valores nacionales.¹⁵ Dicho esto, una lectura razonable del artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia confirma que la referida excepción se refiere precisamente a esas competencias «excluidas»: ofertas públicas de adquisición, operaciones de fusión y otras operaciones. La Directiva sobre la transparencia nunca trató de establecer normas armonizadas en materia de requisitos de notificación respecto de estos ámbitos.

38. La misma conclusión se ve confirmada igualmente por el considerando 12 de la Directiva de modificación de la Directiva sobre la transparencia. En dicho considerando, el legislador de la Unión recuerda que el objetivo de armonizar el régimen de notificación de las tenencias de valores con derechos de voto no debe afectar a las obligaciones paralelas de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición (ni a la iniciativa de transparencia por ella emprendida). Esto se debe, en particular, a que las dos Directivas funcionan a «velocidades» diferentes en su revisión del marco legislativo: la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición se basa en el principio de «coordinación»,¹⁶ tratando simplemente de establecer «ciertos principios comunes y un reducido número de requisitos generales a los que los Estados miembros habrán de dar cumplimiento mediante normas más detalladas, según sus sistemas nacionales y su contexto cultural».¹⁷ En cambio, la Directiva sobre la transparencia impulsa una iniciativa política más amplia que pretende armonizar las disposiciones del Derecho nacional.¹⁸

39. La referencia que figura en el artículo 3, apartado 1 *bis*, de la Directiva sobre la transparencia a los «requisitos más estrictos» debe entenderse, por lo tanto, más bien como una disposición de «vigilancia de una competencia», cuya finalidad es proteger de la «excesiva supervisión» de la autoridad designada con arreglo al artículo 24 de la Directiva sobre la transparencia. De este modo, el legislador de la Unión pretendió garantizar que la «autoridad designada con arreglo al artículo 24» no extiende indirectamente el requisito de «armonización» a los requisitos de notificación que, por lo demás, están comprendidos en el ámbito de supervisión de la «autoridad designada con arreglo al artículo 4».

40. Sin embargo, el afán de delimitar las «competencias de la autoridad designada con arreglo al artículo 24» solo cobra realmente importancia en el caso de que el Estado miembro en cuestión haya decidido repartir las competencias de supervisión previstas en la Directiva sobre la transparencia y en la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición entre dos (o más) autoridades.¹⁹ A fin de atender a tales situaciones, el artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia designa una autoridad «principal» a efectos de la Directiva sobre la transparencia, así como establece los límites reglamentarios de dicha autoridad. Esto complementa, en consecuencia, desde una perspectiva diferente, la obligación de cooperación y de intercambio de información inherente al artículo 4, apartado 4, de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición.

¹⁵ Como se ha expuesto en el punto 30 de las presentes conclusiones.

¹⁶ Considerando 1 de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición.

¹⁷ Considerando 26 de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición.

¹⁸ Considerando 5 de la Directiva sobre la transparencia.

¹⁹ Parece que varios Estados miembros han designado a la misma autoridad a efectos del artículo 4 de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición y del artículo 24 de la Directiva sobre la transparencia. Véase Autoridad Europea de Valores y Mercados, «Practical Guide: National rules on notifications of major holdings under the Transparency Directive», publicada el 31 de julio de 2019 (ESMA31-67-535) y «List of competent authorities designated for the purposes of Directive 2004/25/EC on takeover bids (Takeover bids Directive)», publicada el 8 de junio de 2020.

41. Por consiguiente, desde mi punto de vista, no hay nada que indique que el artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia pretenda socavar (o reducir) la función de la «autoridad administrativa central competente» a que se refiere el artículo 24 de la Directiva sobre la transparencia. Tampoco veo por qué el enfoque propuesto por GM, Adler y la Comisión dejaría la puerta abierta a la posibilidad de «eludir» los requisitos de notificación derivados de la Directiva sobre la transparencia. En efecto, cuando se trata de requisitos de notificación «más estrictos» compatibles con el artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia, estos están comprendidos en el ámbito de competencias (y en la supervisión reguladora) de las «autoridades designadas con arreglo al artículo 4» a tal efecto. Siempre que dicha obligación se incorpore correctamente al Derecho nacional, no existirá peligro de que los requisitos de notificación más estrictos adoptados en relación con ofertas públicas de adquisición, operaciones de fusión y otras operaciones se conviertan en el equivalente jurídico de las «aguas internacionales».

42. Todo ello suscita, finalmente, la subcuestión de si dicha «supervisión» también supone «garantizar el cumplimiento» de los requisitos de notificación «más estrictos».

43. En mi opinión, a la luz de lo hasta aquí expuesto, la respuesta debe ser afirmativa.

44. En primer lugar, desde una perspectiva meramente lingüística y lógica, me parece bastante difícil distinguir entre «supervisión» y «garantizar el cumplimiento». Suponiendo que las autoridades administrativas no han sido dotadas de las facultades de «supervisar» como un pasatiempo, la «supervisión» debe solaparse en gran medida con la «garantía del cumplimiento».

45. En segundo lugar, una lectura razonable del artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia no lleva a una conclusión diferente. No hay nada en el texto de dicha Directiva, ni en sus trabajos preparatorios, que indique que debe establecerse una distinción entre la «supervisión» y la «garantía del cumplimiento» de las condiciones establecidas en la Directiva sobre la transparencia.

46. En tercer lugar, como se ha explicado antes en los puntos 37 y 38 de las presentes conclusiones, es evidente que el artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia se refiere a aspectos reglamentarios que no están comprendidos en el ámbito de aplicación de dicha Directiva. Sería, por lo tanto, totalmente ilógico que se pidiera a la «autoridad designada con arreglo al artículo 24» controlar el cumplimiento de requisitos que *no están comprendidos en su ámbito de competencia*.

47. En consecuencia, la única manera razonable de entender el término «supervisadas» que figura en el artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia es incluir también la «garantía del cumplimiento» de los requisitos derivados de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición.

3. *El presente asunto: ¿requisitos más estrictos?*

48. Por lo tanto, todos los «requisitos [de información] más estrictos» que los contemplados en la Directiva sobre la transparencia, incluidos en el ámbito de aplicación del artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia, deben ser supervisados por las autoridades competentes designadas por los Estados miembros con arreglo al artículo 4 de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición.

49. Volviendo al marco legislativo del presente asunto, las partes explican que la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición adapta el Derecho austriaco a la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición. En virtud de dicha Ley, se designó a la Comisión de Adquisiciones como autoridad competente en el sentido del artículo 4 de la citada Directiva. Sin perjuicio de que el tribunal remitente confirme tal extremo, parece, pues, que la Comisión de Adquisiciones es la única autoridad que ejerce esa competencia.

50. En sus respuestas a una pregunta escrita formulada por el Tribunal de Justicia, GM, Adler y la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros explican que esta última es la única autoridad designada con arreglo al artículo 24, apartado 1, de la Directiva sobre la transparencia, y que dicha Autoridad no ha transferido ninguna facultad de supervisión o de cumplimiento a la Comisión de Adquisiciones.

51. En otras palabras, parece que, con arreglo al Derecho austriaco, existe una separación clara de competencias entre la autoridad encargada de la aplicación de la Directiva sobre la transparencia (la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros) y la autoridad encargada de la aplicación de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición (la Comisión de Adquisiciones). Ello significaría que solo la Comisión de Adquisiciones podría haber supervisado (y garantizado el cumplimiento de) los «requisitos [de información] más estrictos» que los contemplados en la Directiva sobre la transparencia e incluidos en el ámbito de aplicación del artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva sobre la transparencia.

52. Estas consideraciones corresponden al tribunal remitente, puesto que atañen a la interpretación del Derecho nacional. Asimismo, incumbe al tribunal remitente determinar si la extensión de la obligación de notificación prevista en el artículo 92, apartado 7, de la Ley de Bolsa de 1989 a las participaciones importantes imputables con arreglo al artículo 23, apartado 1, de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición se refiere a un «requisito más estricto» que el contemplado en la Directiva sobre la transparencia.

53. Sin embargo, con el fin de prestar una asistencia plena al tribunal remitente y en respuesta a las opiniones ya expresadas por este en la resolución de remisión, coincido provisionalmente con él en que, en el presente asunto —sobre la base de la información que el propio tribunal remitente ha facilitado y que figura en los autos del asunto—, dicho requisito parece efectivamente concurrir.

54. El concepto de «sujetos de Derecho colaboradores» no aparece como tal en la Directiva sobre la transparencia. Sin embargo, su artículo 10, letra a), contempla el supuesto de que una persona física o jurídica adquiera, ceda o ejerza derechos de voto «en poder de un tercero con quien esa persona física o jurídica haya celebrado un acuerdo que los obligue a adoptar, mediante el ejercicio concertado de los derechos de voto que poseen, una política común duradera en relación con la gestión del emisor en cuestión».

55. La Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros aduce que dicha disposición se solapa «cualitativamente» con la obligación de notificación que el artículo 92, apartado 7, de la Ley de Bolsa de 1989 impone a los «sujetos de Derecho colaboradores».

56. Adler, Petrus y GM sostienen lo contrario. En esencia, afirman que el ámbito del Derecho nacional excede el del artículo 10, letra a), de la Directiva sobre la transparencia, puesto que ni el artículo 92, apartado 7, de la Ley de Bolsa, ni las disposiciones que directa o indirectamente guardan relación con este, exigen una «política común duradera en relación con la gestión del emisor en cuestión».

57. El artículo 10, letra a), de la Directiva sobre la transparencia establece una serie de condiciones acumulativas. En primer lugar, exige un «acuerdo». La falta de una explicación cualificada adicional sobre su contenido o forma implica que todo lo que se exige es un «acuerdo de voluntades» a este respecto. En efecto, sería poco útil imponer la obligación de notificación únicamente respecto de los acuerdos escritos (o concretos) si la finalidad general de los artículos 9 y 10 de la Directiva sobre la transparencia es la divulgación de *todas* las «participaciones importantes» de valores cotizados. En segundo lugar, la referida disposición exige una «obligación de adoptar» una determinada posición sobre la base de una participación existente, *como consecuencia* de dicho acuerdo.²⁰ En tercer lugar, el acuerdo y la «posición» que en él se adopte deben exigir un «ejercicio concertado», es decir, una acción de una manera coordinada. Por último, el citado ejercicio debe dar lugar a una «*política común duradera en relación con la gestión del emisor en cuestión*».²¹ Dicho de otro modo, la disposición requiere un alto grado de compromiso durante un período de tiempo determinado, que no puede ser esporádico o intermitente, y que ha de ser uniforme y dirigirse a la gestión de la empresa en cuestión.

58. Sin que sea necesario examinar si concurren todos los requisitos mencionados, y sin perjuicio de que el tribunal remitente confirme tal extremo, basta con observar que ninguna de las disposiciones del Derecho nacional citadas ante el Tribunal de Justicia parece efectivamente exigir una forma de «política común duradera» similar a la que requiere el artículo 10, letra a), de la Directiva sobre la transparencia.

59. En consecuencia, coincido provisionalmente con el tribunal remitente en que la obligación de notificación que el artículo 92, apartado 7, de la Ley de Bolsa de 1989 impone a los «sujetos de Derecho colaboradores» contiene, al parecer, un «requisito más estricto» que el contemplado en la Directiva sobre la transparencia, que debería haber sido «supervisado» por la autoridad designada por Austria con arreglo al artículo 4 de la Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición. Dicha autoridad parece ser, de conformidad con el Derecho austriaco, la Comisión de Adquisiciones.

B. Sobre la segunda cuestión prejudicial

60. Mediante su segunda cuestión prejudicial, el tribunal remitente solicita orientación sobre si el artículo 47 de la Carta debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa procesal nacional que confiere efecto vinculante a las resoluciones administrativas firmes de una autoridad supervisora, designada con arreglo al artículo 4 de la Directiva 2004/25, dictadas en el marco de un procedimiento previo y que establecen objetivamente determinadas circunstancias fácticas, si

²⁰ Si bien es preciso señalar que, mientras que las versiones lingüísticas inglesa («to adopt»), francesa («à adopter»), española («a adoptar») e italiana («ad adottare») parecen simplemente exigir que se «respalde» una posición determinada, otras versiones lingüísticas, en particular, las versiones alemana («zu verfolgen»), neerlandesa («te voeren»), y checa («provádět»), se inclinan más por que las partes realmente «analicen a fondo» esa posición. Es decir, presumiblemente, algo más que simplemente estar de acuerdo en principio con ella.

²¹ El subrayado es mío.

dicha resolución suprime la capacidad de otra autoridad supervisora, designada con arreglo al artículo 24 de la Directiva 2004/109, de efectuar su propia investigación de los hechos o su propia apreciación jurídica en relación con el mismo objeto y las mismas personas.

61. Habida cuenta de la respuesta que propongo que se dé a la primera cuestión prejudicial, no procede responder a la segunda cuestión prejudicial.

62. Sin embargo, en aras de la exhaustividad y teniendo en cuenta la posibilidad de que el Tribunal de Justicia pueda tener una opinión diferente respecto de la primera cuestión prejudicial, me remito al análisis que ya he efectuado en relación con cuestiones similares planteadas por el mismo tribunal remitente en el asunto paralelo Adler Real Estate y otros (C-546/18).²²

63. El presente procedimiento difiere del asunto Adler Real Estate y otros (C-546/18), en un elemento: las cuestiones planteadas por el tribunal remitente se refieren a los efectos «interinstitucionales» de una apreciación previa efectuada por una autoridad administrativa, en contraposición con los meros efectos «intrainstitucionales» en procedimientos individuales, como sucedía en el asunto Adler Real Estate y otros (C-546/18).

64. Sin embargo, el referido elemento resulta irrelevante. O, mejor dicho, el problema identificado en tal asunto es lógicamente el mismo en el presente procedimiento, puesto que ambos asuntos tienen su origen en el mismo problema: la inexistencia de una tutela judicial efectiva acorde con el párrafo primero del artículo 47 de la Carta en la primera ronda del procedimiento previo seguido ante la Comisión de Adquisiciones, que es *la misma en ambos asuntos*.

65. En principio, si, y, en su caso, de qué modo, el ordenamiento jurídico nacional desea dotar de efecto vinculante a las resoluciones firmes dictadas por las autoridades administrativas es una cuestión que se circunscribe a la autonomía procesal de los Estados miembros. Tal decisión está únicamente sujeta a los principios de equivalencia y de efectividad.²³ Cuando exista una (auténtica) identidad de partes, causa y objeto, nada se opone, en principio, a atribuir efecto vinculante a una resolución firme dictada por una autoridad administrativa (en el presente asunto, la Comisión de Adquisiciones) de tal modo que esta vincule a otra autoridad administrativa en el procedimiento seguido ante la misma (en el presente asunto, la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros, siempre que la respuesta a la primera cuestión sea diferente).²⁴

66. Sin embargo, para cumplir con lo dispuesto en el párrafo primero del artículo 47 de la Carta, cuando una autoridad, cuyas resoluciones administrativas se consideran firmes, no reúne los requisitos para ser definida como «juez» en el sentido del artículo 47 de la Carta, un órgano jurisdiccional con «plena jurisdicción» deberá poder efectuar el control de tales apreciaciones, tanto desde un punto de vista jurídico como fáctico.²⁵

²² Véanse mis conclusiones presentadas en el asunto Adler Real Estate y otros (C-546/18, EU:C:2021:219).

²³ Véase, en este sentido, la sentencia de 11 de noviembre de 2015, Klausner Holz Niedersachsen (C-505/14, EU:C:2015:742), apartado 40 y jurisprudencia citada.

²⁴ Véanse mis conclusiones presentadas en el asunto Adler Real Estate y otros (C-546/18, EU:C:2021:219), punto 80.

²⁵ *Ibidem*, punto 48.

67. En el presente asunto, las partes han explicado que la Autoridad Supervisora de los Mercados Financieros se considera a sí misma vinculada por una resolución dictada en el marco de un procedimiento anterior seguido ante la Comisión de Adquisiciones. No obstante, la Comisión de Adquisiciones no reúne los requisitos para ser definida como «juez» en el sentido del artículo 47 de la Carta. La jurisdicción del Tribunal Supremo de lo Civil y Penal en estos casos es parcial, limitándose exclusivamente a las cuestiones jurídicas.

68. En resumen, el diseño institucional y procesal de las normas aplicables en el presente asunto adolece del igual defecto que el mismo régimen en el asunto Adler Real Estate y otros (C-546/18): parece, una vez más y sin perjuicio de la confirmación definitiva del tribunal remitente, no existir una tutela judicial efectiva acorde con lo dispuesto en el artículo 47, párrafo primero, de la Carta «en la primera ronda». Este defecto, al parecer, no puede ser subsanado en «la segunda ronda» puesto que, para entonces, tanto la autoridad administrativa que ha de decidir posteriormente como el órgano jurisdiccional que debe revisar, en su caso, la «segunda» resolución administrativa, están vinculados efectivamente por las apreciaciones efectuadas en la «primera» resolución administrativa.

V. Conclusión

69. Propongo que el Tribunal de Justicia responda del siguiente modo a la primera cuestión prejudicial planteada por el Bundesverwaltungsgericht (Tribunal Federal de lo Contencioso-Administrativo, Austria):

«El artículo 3, apartado 1 *bis*, párrafo cuarto, inciso iii), de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE,, modificada en último lugar por la Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, debe interpretarse en el sentido de que la autoridad encargada de “supervisar” la imposición de “requisitos más estrictos” en el sentido de dicha disposición es la autoridad designada por el Estado miembro con arreglo al artículo 4 de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición. Esta supervisión incluye garantizar el cumplimiento de esos requisitos “más estrictos”.

Corresponde al órgano jurisdiccional nacional comprobar si los requisitos de notificación controvertidos en el procedimiento principal constituyen “requisitos más estrictos” que los contemplados en la Directiva 2004/109.»