

**LA INTERVENCIÓN DE LOS ACCIONISTAS EN EL PROCEDIMIENTO DE  
AUTORIZACIÓN DE OPAS DE EXCLUSIÓN. COMENTARIO DE LA  
SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO DE 23 DE MAYO DE 2005**

**Luis de Carlos Bertrán**  
**Doctor en Derecho**  
**Profesor de Derecho del Sistema Financiero de la UP Comillas (ICADE)**  
**Abogado. Uría Menéndez**

**Manuel García-Villarrubia Bernabé**  
**Abogado. Uría Menéndez**

*SUMARIO:* I. PLANTEAMIENTO.- II. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES. EN PARTICULAR, LAS OPAS DE EXCLUSIÓN. PROCEDIMIENTO Y ALCANCE DE LA REMISIÓN A LA LEY 30/1992.- III. PROCEDIMIENTO DE AUTORIZACIÓN DE LAS OPAS DE EXCLUSIÓN E INTERVENCIÓN DE LOS ACCIONISTAS. LA STS DE 23 DE MAYO DE 2005. 1. Procedimiento de autorización de las OPAs de exclusión. Alcance de la remisión a la Ley 30/1992. 2. La intervención de los accionistas minoritarios en el procedimiento de autorización de las OPAs de exclusión. 3. Alcance y contenido de la intervención de los accionistas. IV. CONSIDERACIONES SOBRE EL PRECIO OFRECIDO EN LA OPA DE EXCLUSIÓN. 1. Motivación de la resolución autorizando el precio. 2. Los criterios del artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991. 3. La compensación por la pérdida de liquidez

## **I. PLANTEAMIENTO**

Las “*ofertas públicas de adquisición en caso de exclusión de la negociación*”, es decir, las comúnmente conocidas como OPAs de exclusión, se encuentran reguladas en el Real Decreto 1197/1991, sobre régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (“Real Decreto 1197/1991”), en particular, en su artículo 7.

Como se verá, la principal nota caracterizadora de estas operaciones es que tienen como finalidad fundamental la exclusión de las acciones a las que se dirige de su negociación bursátil. A diferencia de los demás tipos de ofertas públicas de adquisición de acciones, las OPAs de exclusión inciden, pues, de manera sensible en una de las más destacadas características de las acciones cotizadas: su liquidez.

No se oculta que la pérdida de liquidez anudada a la exclusión de la negociación bursátil afecta de manera especial a los accionistas minoritarios de la sociedad objeto de

la OPA de exclusión, destinatarios naturales de la oferta. Esta circunstancia determina que en la regulación de este tipo de ofertas públicas de adquisición se establezcan determinadas previsiones destinadas a tutelar los intereses de esos accionistas, labor que corresponde fundamentalmente, por su naturaleza y funciones, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”).

Pero, al margen de lo anterior, una cuestión que se suscita con frecuencia en la práctica es la relativa a la intervención que en el procedimiento de autorización de este tipo de OPAs pueden llegar a tener los accionistas minoritarios, en el caso de que éstos pretendan personarse y participar en el procedimiento<sup>1</sup>. Esta cuestión, y otras también de interés relacionadas con las OPAs de exclusión, son tratadas en la Sentencia del Tribunal Supremo (“STS”) de 5 de mayo de 2005 (Ar. 4382) objeto de este comentario, cuyo origen se encuentra precisamente en un recurso contencioso-administrativo promovido por unos accionistas minoritarios contra un Acuerdo de la CNMV por el que se autorizó una OPA de exclusión<sup>2</sup>.

Sobre las bases expuestas y con un enfoque eminentemente práctico, seguidamente se analizan las diversas consideraciones que, utilizando como hilo conductor las pautas proporcionadas por la STS de 5 de mayo de 2005, se suscitan en las OPAs de exclusión, sobre todo desde la perspectiva de su tramitación y de la intervención que en ésta puedan tener los accionistas minoritarios.

---

<sup>1</sup> El supuesto planteado cobra especial relevancia si se para la atención en que, desde la promulgación de la Ley del Mercado de Valores en 1988, han sido más de 60 las OPAs de exclusión autorizadas por la CNMV.

<sup>2</sup> En concreto, se estaba ante una OPA de exclusión voluntaria, que interesó la propia sociedad afectada previa la adopción del correspondiente acuerdo social en Junta General. Durante la tramitación del expediente de autorización ante la CNMV, un accionista minoritario se personó en el procedimiento, formulando alegaciones y aportando determinada documentación. Después de la autorización de la OPA por la CNMV, ese y otros accionistas impugnaron el acuerdo de autorización ante la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional. El recurso contencioso-administrativo se basaba, fundamentalmente, en la denuncia de unos supuestos vicios de procedimiento y en la formulación de determinadas quejas sobre el precio por acción ofrecido en la OPA. El recurso fue rechazado por Sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de febrero de 2002 (Jur. 2002/154269, Sección 6ª de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional, recurso nº 337/1999), contra la que los recurrentes interpusieron recurso de casación. El recurso de casación también fue desestimado por la STS de 23 de mayo de 2005, que es objeto de análisis.

## II. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES. EN PARTICULAR, LAS OPAS DE EXCLUSIÓN. PROCEDIMIENTO Y ALCANCE DE LA REMISIÓN A LA LEY 30/1992

No es propósito de este comentario formular un análisis exhaustivo de los variados y complejos problemas jurídicos que se plantean en las ofertas públicas de adquisición de acciones<sup>3</sup>. Ahora bien, como antecedente necesario para abordar las concretas cuestiones que se comentarán, parece conveniente hacer una breve referencia a su régimen legal, con especial atención a las OPAs de exclusión.

Como antes se ha apuntado, el régimen legal de las ofertas públicas de adquisición de acciones se encuentra establecido fundamentalmente en el Real Decreto 1197/1991, que sirve de desarrollo a los artículos 34 y 60 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (“Ley del Mercado de Valores”). El legislador no formula un concepto general de OPA<sup>4</sup>, sino que se ciñe a señalar en qué supuestos es obligatoria su formulación y a regular su procedimiento, que, cabe ya adelantar, participa de la naturaleza de los procedimientos administrativos, si bien con determinadas

---

<sup>3</sup> Son numerosos los estudios que analizan en profundidad el régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de acciones. Sin ánimo de agotarlos, pueden citarse DE CÁRDENAS SMITH, C. *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Madrid, 1993; AAVV, *El régimen jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991*, dirigido por SÁNCHEZ CALERO, F., Madrid, 1993; MEJÍAS VILLATORO, *El régimen legal de las OPAs*, Madrid, 1993; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., “El régimen español de la OPA (Análisis del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio)”, en AAVV, *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, Tomo III, Madrid, 1994, pp.2895-2929; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Madrid, 1999; y *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs*, (II), Madrid, 2002; MEJÍAS, PEDRO J., *El régimen legal de las OPAs*, 1993; AAVV., *La lucha por el control de las grandes sociedades - OPAs*, Bilbao, 1992, p. 216; y HARVEY, N., HOWLES, K. y NOURRY, A., *A practitioner’s guide to takeovers and mergers in the European Union*, Londres, 1997. En obras de carácter general sobre el Derecho del sistema financiero, cabe también citar a FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. y DE CARLOS BERTRÁN, L., *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1997; y TAPIA HERMIDA, A., *Derecho del mercado de valores*, Madrid, 2003. Antes de la Ley del Mercado de Valores, es de obligada referencia ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (OPA)*, Madrid, 1980.

<sup>4</sup> Es tradicional la definición de OPA formulada por ZURITA, J., *La oferta pública...*, *op. cit.*, p. 189, para quien una OPA es “una técnica o procedimiento consistente en que una o varias personas físicas o jurídicas anuncian públicamente a todos los accionistas de una sociedad (...) que se comprometen durante un tiempo mínimo a adquirir sus acciones de esa sociedad a cambio de títulos o de dinero, a un precio generalmente superior al de mercado, y normalmente con el fin de, mediante dicha adquisición, lograr o reforzar el control de esa sociedad”. Lo cierto es, sin embargo, que, como advierte DE CÁRDENAS SMITH, C. *El régimen jurídico...*, *op. cit.*, p. 31, este concepto se está refiriendo a las OPAs para la adquisición o el reforzamiento del control, pero no engloba otros tipos de OPAs, como la OPA por modificación de estatutos o la OPA de exclusión. La distinta finalidad de estas OPAs dificulta, así, la formulación de un concepto unitario de OPA.

especialidades que se justifican en los diversos derechos e intereses afectados en este tipo de operaciones financieras.

Quienes se han ocupado de esta materia distinguen diversos tipos de OPA, en atención a distintos criterios de clasificación. Por poner algunos ejemplos, en función de la identidad del oferente, las OPAs pueden ser formuladas por terceros, ya sean accionistas o no, o por la propia sociedad objeto de la OPA (como ocurre en las OPAs de exclusión, o en las de reducción de capital con adquisición de acciones propias para su amortización). Por la posición del órgano de administración de la sociedad afectada ante la oferta, las OPAs se suelen denominar “amistosas” u “hostiles”. Y también se distingue entre las OPAs obligatorias y voluntarias, en función de que, como su propio nombre indica, su formulación venga o no impuesta por la normativa del mercado de valores en atención a las circunstancias concurrentes.

Entre los distintos tipos de OPA, se encuentran las denominadas de exclusión, cuya finalidad primordial es, como se ha avanzado, la exclusión de la negociación bursátil de las acciones de la sociedad afectada.

Según establece el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores, la CNMV puede proceder a la exclusión de la negociación de aquellos valores que no alcancen los requisitos de difusión o de frecuencia y volumen de contratación mínimos, que se establecen en el Reglamento de Bolsas de Comercio de 30 de junio de 1967, al que se remite el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y Miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva. También, en los casos en que el “*emisor no cumpla las obligaciones que le resultasen aplicables, en especial en materia de remisión y publicación de información*”.

Establece asimismo el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores que “*la exclusión de la negociación de un valor en un mercado secundario oficial podrá también ser solicitada por la entidad emisora*”, previa la adopción del correspondiente acuerdo por la Junta General de Accionistas<sup>5</sup>. En estos casos, la exclusión ha de ser

---

<sup>5</sup> La OPA de exclusión es una oferta que la sociedad dirige sobre sus propias acciones, por lo que implica la adquisición de acciones propias. Por tanto, como indica DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico...*, op. cit., p. 73, ha de realizarse también con sujeción al régimen general sobre adquisición de acciones

objeto de autorización por la CNMV, quien puede condicionarla a que por la sociedad solicitante se promueva una OPA, que *“se extenderá a todos los valores afectados por la exclusión, de acuerdo con el procedimiento y al precio mínimo que reglamentariamente se establezca”* (art. 34 de la Ley del Mercado de Valores). En particular, el artículo 7.1 del Real Decreto 1197/1991 dispone que *“cuando una sociedad que tenga valores admitidos a negociación en Bolsa acuerde su exclusión de la misma, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, si, examinados los eventuales procedimientos que la sociedad hubiera establecido para proteger los intereses de los titulares de los valores, considerara que la exclusión puede lesionar los legítimos intereses de dichos titulares, podrá condicionarla a que por la sociedad se promueva una oferta pública de adquisición en los términos previstos en este artículo, para proceder a su amortización, salvo que, por concurrir los requisitos contemplados en el artículo 75 de la Ley de Sociedades Anónimas, esta amortización no sea necesaria”*<sup>6</sup>.

La decisión de excluir de cotización las acciones de una sociedad es, pues, en principio manifestación de la libertad de empresa<sup>7</sup>, si bien ha de ser objeto de autorización por parte de la CNMV, que puede condicionarla, en función de las circunstancias concurrentes, a la formulación de una OPA de exclusión. Si no se considera necesaria la formulación de la OPA, la exclusión se producirá mediante acuerdo de la CNMV e irá normalmente precedida de una orden sostenida de compra.

---

propias establecido en el artículo 75 de la Ley de Sociedades Anónimas (“LSA”), que exige el acuerdo de la Junta General de Accionistas para los casos de adquisición de acciones propias por encima del 10% del capital social. Según este mismo autor, *“junto con los acuerdos de solicitar la exclusión y de adquirir acciones propias entiendo que la Junta general de accionistas de la sociedad deberá acordar la reducción del capital para el supuesto de que el número de acciones adquiridas pueda exceder el límite máximo de autocartera legalmente permitido”*, lo que habrá de producirse con arreglo al artículo 170 de la LSA.

<sup>6</sup> En tal caso, según SÁNCHEZ-CALERO, M., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, Vol. I, Madrid, 1993, p. 193, *“el carácter imperativo de este tipo de OPAs se justifica como una contrapartida a la pérdida de liquidez como consecuencia de la exclusión, de suerte que parece razonable conceder una última oportunidad a los tenedores o titulares de los valores afectados por la exclusión para vender en condiciones razonables, antes de que la sociedad en cuestión se transforme en una sociedad cerrada”*.

<sup>7</sup> ARIÑO ORTIZ, G. y ARIÑO SÁNCHEZ, R., *“OPAs de exclusión. Procedimiento administrativo y responsabilidad patrimonial de la Administración”*, en *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Vol III, Madrid, 2002, p. 2600.

También se ha apuntado antes la principal característica de las OPAs de exclusión, que las diferencia del resto de ofertas públicas de adquisición de acciones. Esas OPAs persiguen la exclusión de la sociedad de la negociación de sus acciones en el mercado bursátil, lo que comportará que sus titulares se vean privados de un mercado organizado en el que, en su caso, poder liquidar su inversión. Y precisamente por esta razón las OPAs de exclusión, como indica la doctrina, persiguen dar a esos titulares una última oportunidad de liquidar su inversión en el mercado, antes de que los títulos dejen de cotizar<sup>8</sup>.

En la práctica, lo habitual en estos casos es que en la sociedad afectada exista un socio mayoritario que, con su voto en Junta General, propicia el acuerdo social de formular la OPA de exclusión<sup>9</sup>. Frente a ello, se encuentran los accionistas minoritarios, que se ven en la tesitura de acudir a la OPA si no quieren permanecer en una sociedad que pasará de ser abierta a ser cerrada y en la que la negociabilidad de sus títulos será muy reducida<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico...*, op. cit., p. 72.

<sup>9</sup> En referencia a las OPAs de exclusión, se lee en el *Memento Práctico de Sociedades Mercantiles Lefebvre*, Madrid, 2005, que “su objetivo práctico suele ser eliminar a minoritarios y reforzar con ello el control que ya se posee (...) En la práctica suele haber previamente un socio o accionista dominador, que con su solo voto, emitido en Junta General, consiguió el acuerdo de solicitud de exclusión. Así, OPA formulada por Bancotrans sobre sí misma (...) Idem, OPA formulada por Aurora Polar SA de Seguros sobre sí misma”. Entre las concretas razones que impulsan la formulación de una OPA de exclusión, explica de CÁRDENAS SMITH, C. *Régimen jurídico...*, op. cit. p. 72, que “en la mayoría de los casos, los motivos de la exclusión se deben a políticas de crecimiento y reestructuración de las empresas afectadas, sin excluir otras causas como las cargas de información que pesan sobre ellas o la resistencia de los accionistas mayoritarios a rendir cuentas a los minoritarios. La consecución de estos objetivos supone, en algunos casos, el cambio en la política de dividendos de las sociedades afectadas, o bien la integración de empresas distintas, de modo que a través de la OPA se da al accionista la posibilidad de elegir entre continuar o no en la sociedad, con la nueva estrategia. Además, en algunos casos la existencia de un socio mayoritario sin ‘vocación bursátil’ hace difícil la consecución de los requisitos de frecuencia y volumen de contratación necesarios para cotizar en bolsa”.

<sup>10</sup> En nuestra doctrina lo explican ARIÑO ORTIZ, G. y ARIÑO SÁNCHEZ, R., “OPAs de exclusión...”, op. cit., p. 2601): “la diferencia económica entre una OPA ordinaria y una OPA de exclusión es obvia: mientras que en una OPA ordinaria el titular de las acciones puede optar por no vender, confiando en una mejora del mercado bursátil, en una OPA de exclusión el pequeño accionista se ve avocado necesariamente a la venta ante la pérdida de liquidez que supone la exclusión de la cotización bursátil de las acciones, pues si continúa en la sociedad, no cabe duda de que participará de los beneficios que la sociedad obtenga, pero difícilmente podrá enajenar sus acciones a tercero, dado el poco atractivo que tienen (representarán, normalmente, una posición minoritaria) y no podrá beneficiarse de la cotización en bolsa para realizar la venta en dicho mercado”.

Es más: normalmente, las OPAs de exclusión van precedidas de una OPA voluntaria formulada por un tercero (accionista o no) con vistas a tomar o reforzar el control de la sociedad. El artículo 15.1.IV.a) del Real Decreto 1197/1991 impone al oferente la obligación de indicar en el Folleto Informativo la “*finalidad perseguida con la adquisición, mencionando expresamente las intenciones del oferente sobre la actividad futura de la sociedad afectada. Se incluirán, en su caso, (...) las iniciativas con respecto a la cotización de los títulos de dicha sociedad*”. Por tanto, en los casos indicados, el oferente debe especificar si entre sus planes posteriores a la OPA está o no solicitar la exclusión de la cotización de las acciones no concurrentes a la oferta. Así las cosas, en la práctica, cuando la intención del oferente es solicitar después de la OPA la exclusión de la cotización (sea o no a través de una OPA de exclusión, en función de la decisión que al respecto adopte la CNMV), lo habitual es que entre la documentación incorporada al Folleto Explicativo se incluya un informe de experto constatando que el precio ofrecido en la oferta voluntaria se ajusta también a las exigencias establecidas para el caso de exclusión en el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991, de manera que ese precio sea también el que se ofrezca a los accionistas para proceder a la exclusión<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Es relevante destacar, no obstante, por la incidencia que puede tener en este tipo de supuestos la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril, sobre ofertas públicas de adquisición, que, según su artículo 21, ha de ser implementada a Derecho interno por los Estados miembros no más tarde del 20 de mayo de 2006. En concreto, en la Directiva sobre OPAs se contempla la introducción de un sistema de venta y adquisición forzosa de las acciones no concurrentes a una OPA que, en la práctica, puede dejar reducido el ámbito de aplicación de las OPAs de exclusión.

En el Considerando 24 de la Directiva se establece, en efecto, que “*los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para permitir que todo oferente que haya adquirido, como resultado de una oferta pública de adquisición, un determinado porcentaje del capital de una sociedad dotado de derechos de voto, pueda exigir a los titulares de los valores restantes que le vendan dichos valores. Del mismo modo, cuando un oferente haya adquirido, como resultado de una oferta pública de adquisición, un determinado porcentaje del capital de una sociedad dotado de derechos de voto, los titulares de los valores restantes deben tener la posibilidad de obligarle a comprar dichos valores. Estos procedimientos de venta y compra forzosa deben aplicarse únicamente en condiciones específicas vinculadas a las ofertas públicas de adquisición*”. Esta previsión se desarrolla después en los artículos 15 (“*venta forzosa*”) y 16 (“*compra forzosa*”). El artículo 15 se refiere al derecho de un oferente a exigir a los restantes titulares de valores que le vendan sus acciones “*cuando el oferente posea valores que representen al menos el 90% del capital que confiere derechos de voto y el 90% de los derechos de voto de la sociedad afectada, o cuando haya adquirido o se haya comprometido en firme a adquirir, en virtud de la aceptación de su oferta, valores que representen al menos el 90% del capital social de la sociedad afectada que confiera derechos de voto y el 90% de los derechos de voto incluidos en la oferta*”, al mismo precio que el fijado en la oferta previa. Por su parte, el artículo 16 reconoce a los accionistas destinatarios de la oferta el derecho a exigir al oferente la compra de sus acciones, en las mismas condiciones que se acaban de indicar. Se está, en definitiva, ante previsiones que contemplan un sistema de *squeeze out*, ya que se prevé la concentración del capital social en una sola mano mediante la

En nuestro ordenamiento, las OPAs, tanto voluntarias como obligatorias, se encuentran sometidas un procedimiento ordenado que se establece con la finalidad de garantizar el cumplimiento de los principios fundamentales de este instituto. Esos principios son, en palabras de DEL CAÑO PALOP, J. R., “*la protección de los socios minoritarios y la igualdad de trato de todos los socios, principalmente a través del reparto de la denominada 'prima de control', que, en otro caso, iría a parar únicamente al socio que detentando tal control lo 'vende' obteniendo un beneficio*”<sup>12</sup>.

La necesidad de adoptar las cautelas precisas en orden a la protección de los socios minoritarios adquiere una singular relevancia en el caso de las OPAs de exclusión, ya que, como se ha visto, como consecuencia de éstas pueden ver sensiblemente disminuida la liquidez de sus acciones. En cuanto ahora importa, para garantizar este objetivo, en el Real Decreto 1197/1991 se opta por reforzar la intervención del órgano de supervisión, es decir, de la CNMV, en la fijación de la contraprestación, exigiendo en el artículo 7.3 que ésta consista siempre en metálico y que sea objeto de autorización expresa por la CNMV.

Además, a diferencia de lo que ocurre en una OPA ordinaria, en la que la contraprestación es libremente fijada por la sociedad oferente, el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991 dispone que el precio no ha de ser inferior “*al que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia*”, al menos los criterios que en esa norma se enuncian, apreciados con referencia al momento en el que se formule la oferta. Sobre esta cuestión se volverá al final de este comentario, al analizar los razonamientos que a propósito de la determinación del precio ofrecido en las OPAs de exclusión se contienen en la STS de 23 de mayo de 2005.

---

eliminación de un *free float* que, a raíz de la previa oferta, tiene un carácter marcadamente residual. Para una más detallada explicación sobre los *squeeze outs*, vid. PAZ-ARES, C., “Aproximación al estudio de los *squeeze outs* en Derecho español”, en *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, nº 3, 2002, pp. 49-67.

<sup>12</sup> DEL CAÑO PALOP, J. R. (“Supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las ofertas públicas de adquisición”, en AAVV., *La lucha por el control de las grandes sociedades - OPAS*, Bilbao, 1992, p. 216).



### III. PROCEDIMIENTO DE AUTORIZACIÓN DE LAS OPAS DE EXCLUSIÓN E INTERVENCIÓN DE LOS ACCIONISTAS. LA STS DE 23 DE MAYO DE 2005

#### 1. Procedimiento de autorización de las OPAs de exclusión. Alcance de la remisión a la Ley 30/1992

Como en toda OPA (voluntaria u obligatoria), las de exclusión se encuentran sometidas a un procedimiento que se tramita y resuelve por la CNMV. Por remisión del artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores, ese procedimiento está establecido en el Real Decreto 1197/1991, fundamentalmente en su Capítulo II (arts. 12 y ss.), que disciplina el procedimiento general de tramitación de las OPAs, incluidas las de exclusión<sup>13</sup>.

Se trata de un procedimiento singularmente caracterizado por su celeridad, como lo evidencia que en el artículo 17.3 del Real Decreto se establece un plazo máximo de quince días hábiles a partir de la presentación de la solicitud o, en su caso, de la información adicional requerida<sup>14</sup>, para que la CNMV dicte el acto de autorización o denegación de la OPA<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Dado que no existe un procedimiento singular para las OPAs de exclusión, sino que se sigue el general del resto de OPAs, las consideraciones que se formulen en este comentario sobre el procedimiento serán también, en principio, de aplicación a todas las OPAs con carácter general. Ahora bien, siempre deberá tenerse en cuenta la singular característica de este tipo de OPAs: su especial incidencia en la esfera de intereses de los accionistas minoritarios, lo que comportará necesariamente consecuencias de importancia al determinar el alcance de su posible intervención en el procedimiento.

<sup>14</sup> No se oculta, sin embargo, que es habitual en la práctica que el plazo sea superior, porque normalmente la CNMV interesa el envío de información y/o documentación adicional, lo que provoca, de hecho, que se alargue el procedimiento.

<sup>15</sup> El procedimiento arranca con la presentación de la oferta y la solicitud de su autorización (art. 12 del Real Decreto 1197/1991), que comporta determinadas consecuencias como la suspensión de la negociación de los valores (art. 13) o la limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada (art. 14). El escrito de solicitud de autorización dirigido a la CNMV debe ir acompañado de un folleto explicativo de la oferta y de la demás documentación preceptiva, en los términos indicados por los artículos 15 y 16. La autorización de la oferta se regula en el artículo 17, en cuyo apartado 3 se establece que el pronunciamiento autorizador o denegatorio de la oferta deberá producirse en un plazo máximo de quince días naturales desde la recepción de la solicitud o, en su caso, de la información adicional requerida. Después de la autorización, se procede a la publicación de la oferta (art. 18), que abre el plazo para su aceptación por los accionistas destinatarios de esa oferta (art. 19). La aceptación de la oferta y la liquidación de las operaciones son objeto de regulación en el Capítulo III del Real Decreto 1197/1991 (arts. 25 a 30).

Esta celeridad en la tramitación del procedimiento no es vana, ni responde al capricho del legislador. El interés en formular una OPA y el propio sistema de oferta pública están singularmente vinculados a una determinada situación económica y del mercado. Las circunstancias financieras y del mercado de valores con base en las cuales se formula una OPA pueden variar en cortos períodos, convirtiendo en inviable una oferta pública proyectada. De esta forma, la autorización de una OPA, una vez transcurrido un largo período de tiempo, puede carecer de sentido. Es por ello que, al establecer el procedimiento de autorización de esas ofertas públicas -en cualquier mercado- se fija un procedimiento simple y de rápida resolución que permita compatibilizar la salvaguarda de los intereses públicos encomendada a la autoridad competente y los intereses de la sociedad oferente.

Existe, pues, un procedimiento específico, en el que la resolución en un breve periodo desempeña un papel fundamental, que regula la autorización de OPAs por la CNMV.

Frente a ello, se hace preciso determinar el alcance de la cláusula de supletoriedad de la normativa reguladora del procedimiento administrativo general que se establece en el artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores. Después de la modificación introducida en ese precepto por el artículo 46.1 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, el artículo 14.2 dispone que *“en el ejercicio de sus funciones públicas, y en defecto de lo dispuesto en esta Ley y en las normas que la completen o desarrollen, la Comisión Nacional del Mercado de Valores actuará con arreglo a lo establecido en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y en la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado”*.

La primera cuestión que esta remisión suscita es la de dilucidar en qué medida resultan de aplicación al procedimiento de autorización de OPAs, singularmente caracterizado por su celeridad y simplicidad de trámites, las normas sobre procedimiento administrativo general contenidas en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del procedimiento

administrativo común (“Ley 30/1992”). En particular, en el Título VI de la Ley 30/1992 se establecen las denominadas “*Disposiciones generales sobre los procedimientos administrativos*”, en las que se dispone un conjunto de trámites que pueden llegar a extender la tramitación de un procedimiento administrativo a una duración de hasta tres meses, que es el plazo general previsto en esa norma para la notificación de la resolución finalizadora del procedimiento (art. 42.3).

Se está precisamente ante una de las cuestiones expresamente ventiladas en el procedimiento resuelto por la STS de 23 de mayo de 2005, a que se refiere este comentario. En ese procedimiento, los recurrentes mantenían que, por efecto de la remisión establecida en el artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores, en los procedimientos de autorización de OPAs resultan de íntegra aplicación los trámites procedimentales establecidos en la Ley 30/1992<sup>16</sup>.

En la instancia, la Audiencia Nacional rechazó ese planteamiento, “*al tener la actuación de la CNMV en este caso una regulación específica propia y completa que sólo precisaría la aplicación supletoria de la LPA, de la actual Ley 30/92, con sus sucesivas reformas, en atención de lo dispuesto en el art. 14 de la Ley 24/88, de 28 de julio. Pero a los efectos del contenido del acto recurrido no es necesario acudir a dicha regulación supletoria al no advertirse omisión o defecto normativo alguno del RD 1197/1991*” (FJ 2º).

El Tribunal Supremo, en la STS de 23 de mayo de 2005, endosa este planteamiento de la Sala de instancia, desarrollando el significado y alcance de la remisión que en el artículo 14 de la Ley del Mercado se hace a la legislación general sobre procedimiento administrativo. Sus razonamientos son de indudable interés, pues bien puede decirse que fijan de manera precisa y razonada la interpretación que el Tribunal Supremo hace de esa remisión. Interesa, pues, prestar especial atención a esos razonamientos.

---

<sup>16</sup> En realidad, lo que los recurrentes sostenían es que la aplicación de todos los trámites establecidos en la Ley 30/1992 resultaba obligada cuando en el expediente se producía la personación de un tercero interesado (en este caso, unos accionistas minoritarios), solicitando la tramitación con arreglo a las garantías de la Ley 30/1992.

A juicio del Alto Tribunal, *“la cláusula general de supletoriedad de la Ley de procedimiento administrativo a que se refiere el artículo 14 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (...) no puede comprenderse contradictoriamente con el tenor literal del precepto como una cláusula que impone la aplicación directa de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, en los procedimientos instruidos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores que permita desplazar o erosionar las reglas procedimentales establecidas en la propia Ley del Mercado de Valores y en las disposiciones procedimentales que la desarrollan, ni puede desligarse de la naturaleza del elenco de funciones públicas que ejerce concretamente esta Administración independiente especializada, que determina la especificidad de la regulación procedimental, al no poder importar uniformemente dichas reglas en el ámbito de la supervisión e inspección de los mercados de valores del mismo modo que en el ejercicio de la potestad sancionadora, lo que permite modular, en su caso, la aplicación de los principios institucionales procedimentales establecidos con carácter general en la Ley procedimental común en este sector regulador de la actividad de los mercados bursátiles”* (FJ 5º)<sup>17</sup>.

La existencia y justificación de unos procedimientos administrativos específicos, con una regulación propia y completa, se encuentra tanto en las especiales características y singularidades de los mercados de valores como en la necesidad de dotar a la CNMV de instrumentos adecuados y eficaces para el debido cumplimiento de las funciones que tiene encomendadas, en su condición de Administración independiente encargada de la supervisión y ordenación de los mercados de valores.

En efecto, a juicio del Tribunal Supremo, el ejercicio de las competencias que se atribuyen a la CNMV en materia de supervisión y ordenación del mercado de valores y,

---

<sup>17</sup> Según la STS de 23 de mayo de 2005, *“la apelación a la supletoriedad de la Ley de procedimiento administrativo, para encauzar formalmente el ejercicio de las funciones públicas atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se revela eficaz para respetar el criterio material que se deduce de la ‘mens legislatoris’, que autoriza la actualización de esta cláusula remisoria cuando la Ley del Mercado de Valores o las disposiciones reglamentarias que la desarrollen no contengan la regulación procedimental específica, con la pretensión de evitar este vacío normativo, o cuando la normación contenida en este corpus jurídico sectorial pueda calificarse de insuficiente”*.

singularmente, en las autorizaciones de ofertas públicas de adquisición y venta de valores a que se refieren los artículos 60 y 61 de la Ley del Mercado de Valores, y de exclusión de la negociación de un valor del mercado a que se refiere el artículo 34 de la misma Ley, *“exige la institucionalización de un procedimiento, cuya regulación la propia Ley reserva a las disposiciones que la desarrollen, que debe inspirarse en la preservación de los principios de agilidad y flexibilidad, requeridos para salvaguardar eficientemente los intereses económicos y financieros afectados, así como en el principio de seguridad jurídica, de modo que se asegure la tutela de los legítimos intereses de los tenedores o titulares de valores, que autorice a que la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores conserve facultades de ordenación y dirección del procedimiento”*.

Además, sigue diciendo la STS de 23 de mayo de 2005, *“la propia configuración jurídica de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como un Ente de derecho público con personalidad jurídica propia, que debe calificarse de Administración independiente, requiere que su actuación se formalice a través de procedimientos que faciliten el ejercicio de sus poderes, funciones y competencias encomendadas conforme a criterios de racionalidad económica y seguridad jurídica, que permitan conjugar, con ponderación y equilibrio, los diferentes intereses públicos y privados concurrentes, con el objeto de garantizar la transparencia del mercado de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores, y haciendo cumplir las normas de conducta de derecho necesarias que se imponen a todos los intervinientes en la actividad bursátil”*. Precisamente su condición de Administración independiente determina que, entre las diversas garantías procedimentales que deben respetarse en los procedimientos tramitados por la CNMV, esté el deber de motivación, *“lo que asegura la realización de los principios de transparencia y neutralidad y dota de legitimidad a su actuación, porque la calificación de Administración independiente del poder ejecutivo, en cuanto no se encuentra sometida al principio jerárquico, ni su capacidad de intervención de carácter económico-financiero, como poder regulador en los mercados bursátiles, no desnaturaliza su carácter de organización de carácter público ni promueve su desvinculación de las reglas comunes que presiden la actuación de las*

*Administraciones Públicas en un Estado de Derecho, y, en concreto, de su sujeción al principio de interdicción de la arbitrariedad de los poderes públicos administrativos, con el objeto de lograr que sus decisiones no sean arbitrarias o caprichosas, sino el resultado de la valoración, con arreglo a criterios técnicos y objetivos, de las circunstancias concurrentes y a la ponderación de los intereses públicos y privados afectados”.*

Así las cosas, bien puede afirmarse que las “*Disposiciones Generales sobre los Procedimientos Administrativos*” que se recogen en el Título VI de la Ley 30/1992 son aplicables a los procedimientos de la CNMV sólo en defecto de regulación específica y siempre que resulten compatibles con la naturaleza de la resolución que ha de dictarse<sup>18</sup>.

Sobre la base de estas consideraciones, la STS de 23 de mayo de 2005 comparte la conclusión alcanzada en la instancia, relativa a que el procedimiento de autorización de OPAs regulado en el Real Decreto 1197/1991 es un procedimiento especial con una regulación propia y completa, adaptado a las singularidades de este tipo de operaciones y compatible con las más elementales garantías procedimentales. En cambio, la aplicación íntegra de los trámites que, con carácter meramente supletorio, se describen en la Ley 30/1992 no resultaría compatible con la necesaria brevedad en que ha de dictarse la resolución autorizatoria o denegatoria de la autorización de una OPA. De manera que, en principio, no es preciso en términos generales acudir a la regla de supletoriedad establecida en el artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores ni, por tanto, a las normas sobre procedimiento administrativo general establecidas en la Ley 30/1992. Según el Alto Tribunal, “*el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición, establece, en el Capítulo II, bajo la rúbrica ‘presentación y autorización de la oferta’ (artículos 12 a 20), la regulación de un procedimiento ad hoc que rige las ofertas públicas de adquisición de valores,*

---

<sup>18</sup> Entre la doctrina, DEL CAÑO PALOP, J. R., “Supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores...”, *op. cit.* pp. 220-221, entiende que “*la Ley de Procedimiento Administrativo que, según lo dispuesto en el artículo 14.2 de la Ley del Mercado de valores, se aplica al ejercicio de las funciones públicas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, lo es ‘en defecto de lo dispuesto en esta Ley (LMV) y en las disposiciones que la desarrollen’, lo cual supone que su aplicación es supletoria respecto de lo previsto en las citadas disposiciones y, por tanto, conduce a que no necesariamente han de aplicarse sus preceptos cuando la Comisión Nacional del mercado de Valores ejerza sus funciones, sino sólo cuando las normas que regulan tal ejercicio no configuren un régimen jurídico completo”.*

*inspirado en la simplificación de los trámites (...) que no se revela incompatible con los principios procedimentales que garantiza el artículo 105 de la Constitución ni contradice lo dispuesto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, ni los principios institucionales establecidos en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, al ser inadecuado la transposición a este reglamento de las disposiciones generales sobre los procedimientos administrativos contenidas en la referida Ley procedimental común, que harían funcionalmente inviable el aseguramiento de los intereses públicos y privados que pretende salvaguardar la intervención reguladora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”<sup>19</sup>.*

## **2. La intervención de los accionistas minoritarios en el procedimiento de autorización de las OPAs de exclusión**

Según el Tribunal Supremo, las anteriores consideraciones, aplicables con carácter general a los procedimientos de autorización de OPAs, precisan, sin embargo, de una importante matización para los casos de las OPAs de exclusión, derivada precisamente de la singular característica de este tipo de ofertas públicas.

Ya antes se ha hecho referencia a esta cuestión. En el resto de OPAs, los destinatarios de la oferta (los accionistas de la sociedad afectada), tienen la posibilidad de aceptar o no la oferta. Si la aceptan, quedarán voluntariamente vinculados por la OPA en los términos en que ésta haya sido planteada, mientras que si no lo hacen

---

<sup>19</sup> Por otro lado, el hecho de que exista un procedimiento específico en materia de OPAs y de que ese procedimiento se aplique con preferencia a las normas generales (y, por tanto, supletorias) de procedimiento administrativo, no puede verse, frente al planteamiento expresado en la instancia por los recurrentes, como una ruptura del principio de igualdad en las relaciones de la Administración con los ciudadanos. La actuación de la Administración y su relación con los ciudadanos se plasma en una pluralidad de situaciones jurídicas de carácter marcadamente heterogéneo. Esa misma heterogeneidad de situaciones y relaciones jurídicas explica la existencia de una pluralidad de procedimientos, cada uno de ellos adaptados a una finalidad y, en fin, a los diversos intereses públicos y privados que pueden verse afectados por la actuación administrativa. Son, por ejemplo, netamente distintos los trámites del procedimiento expropiatorio, del procedimiento sancionador o del procedimiento de otorgamiento de concesiones sobre el dominio público portuario, por citar sólo algunos ejemplos. Y en esos distintos procedimientos no se siguen todos y cada uno de los distintos trámites que con carácter general y supletorio establece la Ley 30/1992. Mas la existencia y aplicación de esos distintos procedimientos a las distintas situaciones o relaciones jurídicas para las que están establecidos no supone una quiebra del principio de igualdad. Como tampoco contradice ese principio la existencia de un procedimiento específico en materia de OPAs, que fue el aplicado en este caso por la CNMV.

ninguna vinculación tendrán con la OPA en cuanto destinatarios de ésta. En este último caso, mantendrán su condición de accionistas de una sociedad cotizada, de manera que, al menos en teoría, sus títulos se seguirán negociando normalmente en el mercado y seguirán disfrutando de la liquidez que proporciona la cotización en bolsa. En cambio, en el caso de las OPAs de exclusión, aunque los accionistas disfrutaran también teóricamente de esa libertad de elección, lo cierto es que ésta es, de hecho, mucho más limitada, pues si no aceptan la oferta, se mantendrán como accionistas minoritarios de una sociedad cerrada, como titulares de unas acciones prácticamente sin liquidez. Puede, pues, decirse que en las OPAs de exclusión los accionistas de la sociedad afectada, singularmente los minoritarios, cobran un especial protagonismo, lo que conduce a plantearse si ha de reconocérseles algún tipo de intervención en el procedimiento para que puedan defender sus intereses, sobre todo con vistas a que en la determinación del precio de la OPA se respeten adecuadamente los criterios fijados en el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991.

En línea de principio, podría pensarse que no cabe otorgar esa participación en el procedimiento a los accionistas minoritarios, en la medida en que los procedimientos de autorización de OPAs, con una regulación propia y completa adecuada a su naturaleza y con unos plazos muy concretos, sólo contemplan la intervención de la sociedad solicitante de la OPA. Siguiendo esta línea de razonamiento, bien podría argumentarse que la protección de los intereses de los accionistas minoritarios queda salvaguardada por las competencias que en este ámbito corresponden a la CNMV, que no en vano tiene entre sus funciones la de autorizar o denegar el precio de la oferta en atención a lo dispuesto en el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991. Este fue precisamente el planteamiento asumido por la Sala de instancia en el caso resuelto por la STS de 23 de mayo de 2005. En su Sentencia de 22 de febrero de 2002, la Audiencia Nacional indica que *“esta Sala comparte las alegaciones del Abogado del Estado de que los recurrentes no deben tener intervención en el procedimiento administrativo que da lugar al acto impugnado. Ello es así como consecuencia de la necesaria observancia de los plazos de resolución del mismo”* (FJ 2º), lo que, a juicio de la Audiencia Nacional, se revela incompatible con la presencia e intervención de los accionistas en el procedimiento de autorización de la OPA.



En cambio, el Tribunal Supremo no comparte esa opinión, pues, se dice en la STS de 23 de mayo de 2005, *“debe reconocerse, en todo caso, matizando las consideraciones jurídicas de la sentencia recurrida, el derecho de los detentadores de títulos afectados por la Oferta de adquisición de acciones para el supuesto de exclusión a formular alegaciones, según se deduce de una interpretación lógica, sistemática e integradora de lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores, que justifica la intervención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para evitar que se lesionen los legítimos intereses de los titulares de acciones, con el referido Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, que requiere la posibilidad de oír a aquéllos titulares de valores que se consideren perjudicados, a la luz de lo dispuesto en el artículo 105 c) de la Constitución, que consagra el principio de audiencia del interesado en el procedimiento administrativo, limitándose a los supuestos en que proceda, según dictamine la Ley”*.

Este razonamiento conduce al Alto Tribunal a reconocer el derecho de los accionistas minoritarios *“a participar en el procedimiento autorizador de las ofertas de adquisición de acciones, en caso de exclusión de la negociación, aún limitado, en razón de las características del procedimiento”*, lo que *“se infiere del derecho de protección jurídica que se garantiza como derecho fundamental en las cláusulas del derecho a la tutela judicial efectiva que consagra el artículo 24 de la Constitución, que se expande en las relaciones entre los ciudadanos y la Administración, de conformidad con las cláusulas constitucionales contenidas en los artículos 1 y 103 de la Constitución, que enuncia el principio de vinculación de la Administración a las reglas ordinamentales del Estado de Derecho”*.

De este modo, pese a afirmar que el procedimiento de autorización de OPAs tiene una regulación precisa y completa en el Real Decreto 1197/1991, el Tribunal Supremo realiza una aplicación supletoria de la Ley 30/1992 para dar cabida a la presencia de los accionistas minoritarios en ese procedimiento. El Real Decreto 1197/1991 contiene una regulación del procedimiento en que únicamente se contempla la intervención, junto con la CNMV, de la sociedad oferente (que en este caso es la misma que la sociedad afectada). Es, pues, en principio, un procedimiento con interesado único, de manera que la entrada de los accionistas sólo es posible si también

se les reconoce la condición de interesados. Y el reconocimiento de esa condición no puede resultar del Real Decreto 1197/1991, sino de la aplicación del artículo 31 de la Ley 30/1992, en cuyo apartado 1 se establece la definición general del concepto de interesado en los procedimientos administrativos<sup>20</sup>. En concreto, del artículo 31.1.c), con arreglo al cual son interesados *“aquellos cuyos intereses legítimos, individuales o colectivos, puedan resultar afectados por la resolución y se personen en el procedimiento en tanto no haya recaído resolución definitiva”*

Puede, pues, decirse que el Tribunal Supremo considera, al menos de forma indirecta, que en este punto procede la aplicación supletoria de la Ley 30/1992, lo que ha de conducir a reconocer la condición de interesados en la tramitación de las OPAs de exclusión a los accionistas de la sociedad afectada<sup>21</sup>.

Conviene, de todas formas, tener bien presente que se está ante un planteamiento que se refiere con carácter específico a las OPAs de exclusión, pero no con carácter general a todas las OPAs. La STS de 23 de mayo se cuida de ceñir sus razonamientos a las OPAs de exclusión, sin que éstos puedan trasladarse de forma automática al resto de ofertas públicas de adquisición de acciones. Es precisamente la singular característica de las OPAs de exclusión lo que impide ese automatismo.

En efecto, como antes se ha explicado, la tramitación de este tipo de ofertas públicas de adquisición incide de manera especial en la esfera de intereses de los accionistas afectados por la OPA, pues, si ésta se autoriza, las acciones quedarán

---

<sup>20</sup> Según el artículo 31.1 de la Ley 30/1992, *“se consideran interesados en el procedimiento administrativo: a) quienes lo promuevan como titulares de derechos o intereses legítimos individuales o colectivos; b) los que, sin haber iniciado el procedimiento, tengan derechos que puedan resultar afectados por la decisión que en el mismo se adopte; c) aquellos cuyos intereses legítimos, individuales o colectivos, puedan resultar afectados por la resolución y se personen en el procedimiento en tanto no haya recaído resolución definitiva”*.

<sup>21</sup> En cualquier caso, la matización formulada por la STS de 23 de mayo de 2005 respecto de la Sentencia de instancia carece de trascendencia revocatoria de esta última, ya que, como explica el Tribunal Supremo cerrando sus razonamientos, *“debe significarse que la praxis procedimental que ha presidido la actuación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en este supuesto, es congruente con esta directiva jurisprudencial, de reconocer el derecho al procedimiento de los accionistas afectados por la oferta de adquisición de acciones de exclusión al haber admitido y examinado los diferentes escritos de alegaciones formulados por la parte recurrente, lo que determina que, materialmente, quepa rechazar que se haya producido la infracción denunciada por inaplicación de las disposiciones generales de carácter procedimental establecidas en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común”*.

excluidas de cotización y, por tanto, privadas de la liquidez que proporciona la negociación de títulos en los mercados de valores. Esa especial incidencia es la que conduce al Tribunal Supremo a reconocer a esos accionistas la condición de interesados, con el limitado alcance que después se explicará.

Sin embargo, en el resto de ofertas públicas resulta más forzado apreciar con carácter general una incidencia en la esfera de intereses de los accionistas de la sociedad afectada de la misma intensidad o, si se quiere, con intensidad suficiente para también reconocerles la condición de interesados y, por tanto, la posibilidad de participar en el procedimiento de autorización ante la CNMV.

La idea que está en la base de esta consideración es que las incidencias que la OPA o los términos de ésta pudieran producir en la esfera de intereses de los accionistas destinatarios de la oferta tendría lugar en el ámbito contractual privado, en la medida en que acepten o no la oferta. Si la aceptan, quedarán voluntariamente vinculados por la OPA en los términos en que ésta haya sido planteada, pero esa vinculación se producirá estrictamente en la esfera contractual interna y privada. En cambio, si no lo hacen ninguna vinculación tendrán con la OPA en cuanto destinatarios de la oferta. En este último caso, además, esos accionistas no sufrirán la exclusión de sus acciones de la cotización bursátil que es propia de las OPAs de exclusión, sino que (al menos teóricamente) esas acciones continuarán cotizando normalmente.

No resulta, pues, aventurado considerar que, salvo en las OPAs de exclusión, el resto de procedimientos de autorización de ofertas públicas de adquisición de acciones son procedimientos en los que sólo cabe reconocer la condición de interesados a las sociedades intervinientes (la sociedad oferente y la sociedad afectada, que coinciden en el caso de las OPAs de exclusión). De manera que, en línea de principio y en términos generales, no cabe reconocer como interesados a los accionistas de la sociedad afectada, salvo que acrediten cumplidamente que, al margen de esa condición, existe una razón que singulariza su posición y justifica su presencia en el trámite autorizador ante la CNMV<sup>22</sup>. Cosa distinta es la posterior legitimación para impugnar el acto administrativo

---

<sup>22</sup> En referencia al principio general de audiencia, en términos similares se expresa DEL CAÑO PALOP, J.R., “Supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores...”, *op. cit.* pp. 220-221, para quien “por

de autorización ante los tribunales del orden jurisdiccional contencioso-administrativo. Sobre este punto no se pronuncia la STS de 23 de mayo de 2005, ya que no fue objeto del recurso de casación interpuesto contra la Sentencia de instancia, que, como se ha visto, consideró que los accionistas no podían intervenir en el procedimiento administrativo previo pero sí estaban legitimados para interponer recurso contencioso-administrativo contra el acuerdo de autorización de la OPA de exclusión<sup>23</sup>. Se dice, en concreto, en la Sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de febrero de 2002 que “*la parte litigante sí tiene interés directo y legítimo en el resultado del proceso, porque en definitiva pretende la fijación de un superior precio por acción que el reconocido en el*

---

*otra parte y aunque la audiencia es uno de los principios fundamentales del procedimiento administrativo, al regularse cada uno de éstos en concreto puede procederse legítimamente a la exclusión de este trámite si concurre justificación suficiente para ello, ya que la Constitución, en su artículo 105.c), dispone que ‘la Ley regulará... el procedimiento a través del cual deben producirse los actos administrativos, garantizando, cuando proceda, la audiencia del interesado’, de manera que si existen supuestos en que tal audiencia no procede, no deberá establecerse, que es, precisamente, lo que sucede en el caso de la tramitación de la autorización de las ofertas públicas de adquisición.”.*

<sup>23</sup> No es extraña a la práctica de los tribunales del orden contencioso administrativo la situación descrita, en que se niega legitimación para intervenir como interesado en el procedimiento administrativo, pero se reconoce legitimación para impugnar jurisdiccionalmente el acto administrativo que pone fin a ese procedimiento. En este sentido, existe una jurisprudencia del Tribunal Supremo según la cual “*el concepto de interesado que deriva del artículo 31 de la LRJ y PAC es directamente aplicable al procedimiento administrativo, pero no coincide necesariamente con la titularidad del interés que legitima para ser demandante en el recurso contencioso-administrativo. O, dicho en otros términos, el interesado en el expediente administrativo está legitimado para interponer recurso contencioso-administrativo frente al acto dictado en aquél, pero a quien no es interesado en el expediente puede serle reconocido interés suficiente para deducir la correspondiente pretensión procesal*” (STS de 4 de febrero de 2002 –Ar. 2913; en el mismo sentido, STS de 8 de noviembre de 1985 –Ar. 5453-). Según esta tesis, por tanto, el concepto de interés que atribuye legitimación para acudir a los tribunales de la jurisdicción contencioso-administrativa es o puede ser más amplio que el que justifica el reconocimiento de la intervención de interesado en el procedimiento administrativo previo. De modo que todos los interesados en ese procedimiento administrativo están en principio legitimados para impugnar judicialmente la resolución que se dicte; y, además, también lo estarán quienes justifiquen un “*interés legítimo*”, como presupuesto habilitante para la atribución de legitimación activa con arreglo a lo dispuesto en el artículo 19.1.a) de la LJCA. En este sentido, es bien conocida la progresiva extensión del concepto de legitimación activa en el procedimiento contencioso-administrativo, que ha ido consolidando el Tribunal Supremo a través de una reiterada y constante doctrina jurisprudencial recaída a propósito de la noción de “*interés legítimo*”. No es momento de realizar una disertación exhaustiva sobre ese concepto. Bastará, a los efectos de este comentario, con indicar que, según el Tribunal Supremo, “*la matriz de la legitimación radica en la utilidad que obtendría el actor si prosperase su pretensión, bien por recibir un beneficio, bien por dejar de sufrir un perjuicio efectivo, de carácter material o jurídico, derivado inmediatamente del acto o disposición recurridos, sin que sea suficiente un mero interés por la legalidad ni estar basado en motivos extrajurídicos susceptibles de satisfacer apetencias, deseos o gustos personales, alejados del interés auténticamente legitimador objeto de protección legal, aunque se hayan reconocido como incluibles en ese concepto de interés legitimador beneficios tales como los morales, los de vecindad, los competitivos o profesionales. Y, en todo caso, además, con el límite de la acción popular, que tiene carácter excepcional, tasado y expreso*” (STS de 16 de diciembre de 2002 –Ar. 3228-).

*acto recurrido (...) no sólo se cuestiona directamente la autorización administrativa en sí, sino también su resultado económico, pidiéndose mayor precio por acción*<sup>24</sup>.

No existe una posición unánime en la jurisprudencia y práctica de los tribunales del orden contencioso respecto de esta cuestión. Frente a una cierta tendencia a reconocer esa legitimación<sup>25</sup> (que más bien parece motivada por la inercia derivada de la progresiva extensión de la noción de legitimación activa en el procedimiento contencioso-administrativo y de la generosidad con que la concurrencia de este requisito se ha venido apreciando tradicionalmente), en tiempos recientes se vienen también produciendo resoluciones que (bien puede decirse que con mayor rigor técnico-jurídico) niegan legitimación al accionista de la sociedad afectada por una OPA para impugnar jurisdiccionalmente la autorización de la OPA. Especialmente interesante resulta la Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 22 de marzo de 2004 (Jur. 2004/136777), recaída en un recurso contencioso-administrativo interpuesto contra un acuerdo de autorización de una OPA voluntaria<sup>26</sup>.

---

<sup>24</sup> No parece que este razonamiento pueda trasladarse sin más al resto de OPAs distintas a las de exclusión cuando un accionista de la sociedad afectada pretende recurrir la autorización de la OPA porque no está de acuerdo con el precio ofrecido. De nuevo, ha de tenerse en cuenta la principal nota distintiva de las OPAs de exclusión, que late en la Sentencia de la Audiencia Nacional. En esas OPAs, el precio ofrecido, que ha de ser objeto de autorización expresa por la CNMV previa comprobación de los requisitos del artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, es esencial para la protección de los intereses de los accionistas minoritarios de la sociedad cuyos títulos se persigue excluir de cotización. Pero no lo es, al menos tanto o en esos términos, para los accionistas de la sociedad afectada en el resto de OPAs, ya que, si no están de acuerdo con el precio (por ejemplo, porque les parece excesivamente reducido), tienen siempre la posibilidad de no aceptar la oferta y de mantener en su patrimonio unas acciones que conservan su liquidez.

<sup>25</sup> Por ejemplo, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 1 de octubre de 2003 (Jur. 2004/25942) reconoce legitimación para impugnar la autorización de la CNMV de una OPA de exclusión de acciones de Corporación Industrial y Financiera de Banesto, S.A., *“haciendo una interpretación extensiva del concepto de legitimación”*. En cualquier caso, adviértase que se está otra vez ante una OPA de exclusión, no, por ejemplo, ante una OPA voluntaria.

<sup>26</sup> Los razonamientos de esta Sentencia son de especial interés:

*“Las resoluciones que autorizan la oferta pública de adquisición tienen únicamente como destinatario la sociedad peticionaria, única cuya esfera jurídica puede resultar afectada como consecuencia de esos procedimientos y por tanto la única legitimada para impugnar las resoluciones que se dicten. Y si algún accionista de las sociedades intervinientes considera que el acuerdo de presentación de la OPA lesiona alguno de sus intereses podría impugnarlo por los cauces que legalmente se habilitan en las relaciones internas entre una sociedad mercantil y sus socios, esto es en la esfera societaria interna. (...)*

*Cuando el accionista de una sociedad entiende que los administradores de ésta han perjudicado en su gestión a dicha sociedad puede acudir ante los Tribunales de Justicia ejerciendo ante la jurisdicción civil la acción de impugnación de acuerdos sociales prevista en el artículo 115 de la Ley de Sociedades Anónimas. No es posible admitir que cuando un accionista entienda que la sociedad se ha visto*

### 3. Alcance y contenido de la intervención de los accionistas

El Tribunal Supremo no se limita a concluir que los accionistas de la sociedad afectada por la OPA de exclusión pueden intervenir en el procedimiento previo a la autorización de la oferta por la CNMV. Además, se encarga de precisar el contenido y alcance de esa intervención, destacando desde el primer momento que “*el derecho de los interesados a participar en el procedimiento autorizatorio de las ofertas de adquisición de acciones, en caso de exclusión de la negociación*” tiene un marcado carácter “*limitado, en razón de las características del procedimiento*”. Y precisamente en atención a esas características, la STS de 23 de mayo de 2005 proporciona directrices de indudable valor para la posterior definición, en cada caso concreto, de las posibilidades de intervención en este tipo de procedimientos. Los razonamientos del Tribunal Supremo toman como punto de partida los trámites y disposiciones generales del procedimiento administrativo dispuestos en la Ley 30/1992 y los derechos y garantías reconocidos en ese procedimiento a los interesados. Sobre esa base, al hilo de los motivos casacionales formulados por los recurrentes, se delimita el contenido positivo de la intervención de los accionistas en función de los trámites y derechos que se consideran compatibles con las características del procedimiento de autorización de OPAs, con exclusión de aquéllos que no reúnen esa condición.

---

*perjudicada como consecuencia de la gestión llevada a cabo por los administradores, pueda suplir a éstos y ejercer acciones que sólo corresponden a la sociedad.*

*Por ello esta Sala entiende que el recurrente por su sola calidad de accionista no tiene una posición jurídica sustantiva propia que le otorgue el ordenamiento jurídico frente al acuerdo de la CNMV impugnado. Los destinatarios de este acuerdo son únicamente las entidades mercantiles intervinientes en la OPA y son los únicos a los que jurídicamente les afecta.*

*Lo que el actor esgrime es un puro ‘interés por la legalidad’ en la medida en que no quiere consentir que un organismo público cometa lo que entiende que es un acto ilegal en relación con las entidades en las que participa; actuaría así con un papel de ‘defensor de la ley’ en lugar y sustitución de las entidades intervinientes. Pero el puro interés por la legalidad nunca puede fundar la legitimación exigida por la Ley jurisdiccional.*

*Y si lo que pretende el recurrente es discutir la corrección jurídico-mercantil de la OPA, los acuerdos de las sociedades a este fin, la responsabilidad de los administradores, en relación con un posible perjuicio que podría acarrear la misma a las sociedades en su conjunto, el actor debe acudir a la jurisdicción civil ya que todo ellos con cuestiones de índole mercantil privada”.*

En esta misma línea apuntan la Sentencia de la Audiencia Nacional de 15 de marzo de 2000 (Ar. 2243), dictada también en relación con una OPA autorizada por la CNMV; y la STS de 30 de octubre de 2003 (Ar.8496), confirmatoria de la anterior en sede casacional.

Así las cosas, el contenido positivo de la participación de los accionistas queda concentrado en dos extremos bien precisos: la formulación de alegaciones y la aportación de documentos. Según el Tribunal Supremo, “*conforme a las directrices expuestas (...), los titulares de acciones afectados por la OPA de exclusión podrán alegar y aportar aquellos documentos que consideren adecuados para ser valorados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores*” (FJ 6º). Estos derechos, como puede verse, son adaptación al procedimiento de autorización de OPAs del derecho general “*a formular alegaciones y aportar documentos*” (arts. 35 e) y 79.1 de la Ley 30/1992), que, en definitiva, es la más elemental y básica garantía de que disfrutaban los interesados en un procedimiento administrativo<sup>27</sup>.

En cambio, el Tribunal Supremo considera que el resto de trámites contemplados con carácter general en la Ley 30/1992 no resultan de aplicación a los procedimientos de autorización de OPAs, dado que su aplicación se revela incompatible con la especial naturaleza de estos procedimientos. La STS de 23 de mayo de 2005 no formula esta consideración de forma expresa, pero es la *ratio* que se desprende de sus razonamientos relacionados con las alegaciones de los recurrentes sobre dos trámites concretos del procedimiento administrativo general: el de proposición y práctica de prueba y el de audiencia.

El artículo 80 de la Ley 30/1992 establece la posibilidad de abrir un período de prueba independiente “*por un plazo no superior a treinta días ni inferior a diez*”. A juicio del Tribunal Supremo, sin embargo, “*cabe rechazar que en el procedimiento sumario de ofertas de adquisición de acciones, en el caso de exclusión, deba incrustarse la apertura de un período de prueba como se prevé en los términos*

---

<sup>27</sup> La STS de 23 de mayo de 2005 no se pronuncia, porque el asunto no se planteó durante el procedimiento, sobre otro de los derechos del interesado: el de acceso al expediente. En principio, parece que ese acceso ha de entenderse limitado a la misma documentación que, después de la autorización de la OPA, se pondrá a disposición de todos los accionistas de la sociedad afectada, es decir: la solicitud de autorización (art. 12 del Real Decreto 1197/1991), el folleto explicativo (art. 15) y la demás documentación exigida (art. 16). De ese modo, al tiempo que se respetan los derechos del accionista interesado en intervenir en el procedimiento, se vela también por el cumplimiento del principio de igualdad de trato de todos los accionistas y del deber de secreto que el artículo 90 de la Ley del Mercado de Valores impone a la CNMV (que es enfatizado en este punto por DEL CAÑO PALOP, J.R., “Supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores...”, *op. cit.* pp. 220-221), evitando que pueda haber situaciones de información privilegiada frente al resto de accionistas.

*establecidos en el artículo 80 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común*<sup>28</sup> (FJ 6º). La razón está en que “*la pretensión de apertura de un trámite formal de prueba en el procedimiento se revela incompatible con los plazos establecidos de quince días para adoptar la resolución autorizatoria o denegatoria de la solicitud presentada, así como no necesaria para preservar equilibradamente los intereses de la sociedad oferente y de los accionistas minoritarios, al ostentar la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores, por su competencia y objetividad técnicas, la competencia funcional para incorporar de oficio aquellas pruebas que considere pertinentes con el objeto de examinar adecuadamente el expediente, requiriendo los informes adicionales necesarios para tutelar los intereses de los accionistas*”.

Esto no significa, naturalmente, que los accionistas a los que se reconoce la posibilidad de participar en el procedimiento no puedan valerse de pruebas con que soportar sus alegaciones. Como antes se ha explicado, a esos accionistas se permite la aportación de cuantos documentos consideren convenientes, como de hecho ocurrió en el caso resuelto por la STS que se comenta, en el que pudieron aportar documentación (incluido un informe de experto sobre el precio ofrecido)<sup>29</sup>. De manera que la prueba documental viene, así, a convertirse en la única adecuada a la naturaleza de los procedimientos de autorización de OPAs. Se trata, nuevamente, de compaginar la protección de los intereses de los accionistas (en la que, no se olvide, juega un papel importante la CNMV, con servicios técnicos de un elevado nivel de competencia) con las singulares características de este tipo de procedimientos.

La misma conclusión se alcanza respecto del trámite de audiencia previsto en el artículo 84 de la Ley 30/1992, según el cual, instruidos los procedimientos, e inmediatamente antes de redactar la propuesta de resolución, “*los interesados, en un*

---

<sup>28</sup> Obsérvese que la STS utiliza, con singular acierto, el expresivo verbo “incrustar”, que el Diccionario de la Real Academia Española de la Lengua define como “*hacer que un cuerpo penetre violentamente en otro o quede adherido a él*”, lo que da buena idea de lo forzado que resultaría abrir un período independiente de prueba durante el procedimiento de autorización de una OPA.

<sup>29</sup> Se dice, en concreto, que “*en todo caso, no cabe alegar indefensión cuando, como afirma con precisión la sentencia recurrida, la parte actora ha podido aportar un Informe (...) que ha sido objeto de valoración por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en la determinación del precio de la acción*”.



*plazo no inferior a diez días ni superior a quince, podrán alegar y presentar los documentos y justificaciones que estimen pertinentes*". Según el Tribunal Supremo, este trámite se revela igualmente *"incompatible la reproducción del trámite de audiencia con la extensión prevista en la citada disposición, con las características singulares del procedimiento regulado en el Real Decreto 1197/1991)*. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la tramitación del procedimiento de autorización de ofertas de adquisición de acciones, en el supuesto de exclusión de la negociación, no está obligada, una vez instruido el referido expediente e inmediatamente antes de redactar la propuesta de resolución, a poner de manifiesto a los interesados, a fin de que formulen las alegaciones y presenten los documentos y justificaciones que estimen pertinentes, al ser innecesaria la concesión de este trámite de audiencia, suplementario y duplicativo, una vez reconocido el derecho a formular alegaciones en los términos establecidos «ex» artículo 79 de la invocada Ley procedimental" (FJ 6º).

Acierta también el Tribunal Supremo en este razonamiento, pues la misma duración de ese trámite (que, como bien se destaca, es complementario respecto del derecho general a formular alegaciones) revela su incompatibilidad con el procedimiento de autorización de OPAs, para el que el Real Decreto 1197/1991 fija un plazo máximo para resolución de quince días desde la recepción por la CNMV de la documentación completa. Bien puede decirse que, por la propia naturaleza del proceso, el trámite de audiencia no es procedente ni siquiera respecto de la sociedad solicitante. Menos aún respecto de los accionistas destinatarios de la oferta.

La doctrina se ha mostrado mayoritariamente partidaria de la inaplicabilidad del trámite de audiencia a los procedimientos de autorización de OPAs. En esta línea se puede citar a DEL CAÑO PALOP, J. R.<sup>30</sup> y a FUERTES LÓPEZ, M.<sup>31</sup>. En contra, en cambio, se pronuncian ARIÑO ORTIZ, G. y ARIÑO SÁNCHEZ, R.<sup>32</sup>

---

<sup>30</sup> DEL CAÑO PALOP, J. R., "Supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores...", *op. cit.* pp. 220-221: *"la propia configuración del procedimiento, en el que se fija un plazo de quince días para su resolución (art. 17.3 RD 1197/91), daría lugar a que prácticamente se agotase, o se agotase efectivamente, con un trámite de audiencia como el previsto en el artículo 91 de la Ley de Procedimiento Administrativo [actual art. 84 de la Ley 30/1992], para el que se fija un plazo no inferior a diez días ni superior a quince"*.

<sup>31</sup> FUERTES LÓPEZ, M., *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Valladolid, 1994, p. 117-118: *"Aunque la LRJ y PA tenga un carácter informador, no puede quebrarse la naturaleza esencial de este"*

A la vista de las anteriores consideraciones, podría pensarse que el Tribunal Supremo ha optado por un criterio de mínimos en la delimitación del contenido de la posible intervención de los accionistas en los procedimientos de autorización de OPAs de exclusión, al dejarlo ceñido a la formulación de alegaciones y presentación de prueba documental, con exclusión, en la práctica, del resto de trámites dispuestos en la Ley 30/1992. Sin embargo, parece que el planteamiento más bien debe calificarse de flexible y favorable a esos accionistas, a quienes no se reconoce esa posibilidad en la normativa específica de este tipo de operaciones, que regula un procedimiento completo en el que sólo se contempla la presencia de la sociedad solicitante de la autorización. Lo que ocurre es que, una vez reconocido el derecho de los accionistas a intervenir en el procedimiento, se hace preciso configurar el contenido de ese derecho de forma que resulte compatible con ese procedimiento y sus especiales características. Y esa compatibilidad sólo puede verse –se repite, con un criterio ciertamente flexible- en la posibilidad de formular alegaciones y aportar documentos<sup>33</sup>.

---

*procedimiento especial. Me refiero, en concreto, a la inexistencia de un trámite formal de audiencia a los interesados antes de la resolución definitiva, que se regula en el artículo 84 de dicha Ley. El rápido procedimiento para la admisión o no de una oferta pública se dirige a buscar, entre otros fines, la igualdad de los inversores ofreciendo una información suficiente a través de la publicación y difusión de un completo folleto. La puesta de manifiesto de informaciones durante la tramitación del procedimiento, antes de la autorización, iría en contra del principio de igualdad, favoreciendo una ‘información privilegiada’ a las personas que comparecieran en el expediente. Además, dicho trámite chocaría con el deber de sigilo, impuesto con carácter general en el artículo 90 de la LMV. Por si estas razones no parecieran suficientes, no debe olvidarse que la CE, al imponer la reserva de Ley para regular el procedimiento administrativo, establece que en el mismo se garantizará ‘cuando proceda’, la audiencia a los interesados”.*

<sup>32</sup> ARIÑO ORTIZ, G. y ARIÑO SÁNCHEZ, R., “OPAs de exclusión...”, *op. cit.*, p. 2617: “la limitación del plazo de resolución en 15 días no representa un obstáculo serio a la aplicación de la LRJAP-PAC, sobre todo, desde que la reforma efectuada por la Ley 4/1999 ha previsto en el artículo 42.5 diversos supuestos de suspensión del procedimiento que se aplicarían en el caso de que se personase un accionista minoritario pidiendo pruebas o fuera necesaria la elaboración de un informe preceptivo. De modo que el plazo de 15 días, aparentemente fulminante, no lo es tanto. A mayor abundamiento, nótese que el plazo se computa desde el momento de la petición de la información complementaria solicitada por la CNMV, con lo que el plazo se alargará tanto cuanto más información se solicite. Por analogía, debe entenderse que si se persona un accionista minoritario, el plazo se computará después que se haya otorgado –y haya concluido- el trámite de audiencia; es plausible que el Real Decreto no mencione el trámite de audiencia, pues parte de la falsa idea de que no habrá contradicción en ningún caso, mas, al personarse el accionista minoritario se abre una discusión entre el oponente, el accionista personado y la CNMV que exige el trámite de audiencia y la esencialidad de este trámite no puede evitarse por la fugacidad de los plazos”.

<sup>33</sup> Incluso este planteamiento consistente en reconocer el derecho a formular alegaciones y presentar documentos no deja de suscitar incertidumbres desde un punto de vista práctico. Imagínese, por ejemplo, un supuesto (nada impensable, según demuestra la experiencia) en el que una gran cantidad de accionistas

#### IV. CONSIDERACIONES SOBRE EL PRECIO OFRECIDO EN LA OPA DE EXCLUSIÓN

Con independencia de las cuestiones estrictamente relacionadas con la intervención de los accionistas en el procedimiento de autorización de OPAs de exclusión, la STS de 23 de mayo de 2005 contiene directrices que resultan también de indudable interés en cuanto a la determinación y autorización del precio ofrecido en las OPAs de exclusión.

##### 1. Motivación de la resolución autorizando el precio

Una de las cuestiones suscitadas en el procedimiento fue la relativa a si resulta o no exigible que la resolución de autorización de la OPA incluya una precisa motivación de las razones determinantes de la autorización del precio, con referencia a los criterios del artículo 7 del Real Decreto de 1197/1991.

En la instancia, la Audiencia Nacional consideró que ese precepto *“sólo obliga a motivar el acuerdo negativo y fundarlo en el incumplimiento del citado Real Decreto o de la Ley 24/88, de 28 de julio, a fin de que la sociedad oferente pueda conocer las razones que han servido al acto negativo para impugnarlo en la Jurisdicción Contencioso-Administrativa, según el art. 17.3 del citado RD”* (FJ 3º de la Sentencia de 22 de febrero de 2002). En cambio, si el acuerdo es de autorización, se entiende que *“sólo necesita una sumaria motivación bastando mencionar los elementos de la oferta considerando que la misma se entiende ajustada a la normativa vigente siendo suficiente el folleto explicativo”*. Esta conclusión se basa fundamentalmente en el artículo 17.3 del Real Decreto 1197/1991, según el cual *“el acuerdo de denegación*

---

se personase en el procedimiento formulando alegaciones y aportando todo tipo de documentos (por ejemplo, informes de diversas entidades especializadas sobre el precio ofrecido) dentro del plazo de quince días previsto para la duración de estos procedimientos. La exigencia (correlativa al reconocimiento del derecho) de tener en consideración esas alegaciones y documentos al dictar resolución se mostraría en tal caso difícilmente compatible con la obligación de la CNMV de dictar resolución en el breve plazo indicado. La dificultad podría salvarse con una petición de documentación adicional al solicitante de la OPA que determinase que el plazo no diese comienzo hasta que se cumplimentase la petición. Pero eso supondría una utilización del trámite de solicitud de información y documentación adicional para un fin distinto del normativamente previsto y, además, dejaría abierta la puerta a tácticas dilatorias de accionistas descontentos con la oferta que actuaran concertadamente para entorpecer su normal tramitación.

*deberá ser motivado y fundamentarse en el incumplimiento de lo previsto en el presente Real Decreto o en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y demás normativa aplicable*”; previsión que, por otra parte, puede considerarse congruente con la regla general del artículo 54.1 a) de la Ley 30/1992, que establece que la exigencia de motivación se predica de los actos que limiten derechos subjetivos o intereses legítimos.

De nuevo, la STS de 23 de mayo de 2005 va más allá de una interpretación puramente literal de las normas e introduce matizaciones de importancia en las consideraciones formuladas por la Sentencia de instancia. En relación con la motivación de la autorización del precio, El Tribunal Supremo es de la opinión de que el acuerdo de autorización ha de tener una cumplida y adecuada motivación en cuanto al cumplimiento de los criterios establecidos respecto del precio en el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, para que los accionistas puedan conocer los elementos tenidos en cuenta en la fijación del precio, en orden a la aceptación o no de la oferta y al posterior ejercicio, en su caso, de las acciones que puedan corresponderles.

En palabras del Tribunal Supremo, *“no procede compartir el criterio jurídico expuesto por la Sala de instancia en la interpretación del artículo 17 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, de estimar que el acuerdo autorizador de ofertas de adquisición de acciones ‘sólo necesita una sumaria motivación’, a diferencia de los acuerdos denegatorios, como se desprende de la interpretación literalista del apartado segundo del precepto analizado, al requerirse, en todo caso, que la Comisión Nacional del Mercado de Valores justifique razonadamente los motivos que revelen la necesidad de autorizar la OPA de exclusión y el cumplimiento de los preceptos legales y reglamentarios exigidos en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, y que determinen el precio de la acción valorando los criterios normalizados en dicho precepto reglamentario, en aras de que los accionistas afectados puedan conocer el juicio de ponderación del valor de la acción y ejercer, en su caso, las acciones procedentes adecuadas a su derecho de defensa”* (FJ 6º).

En cualquier caso, se comparte la conclusión final de la Sala de instancia respecto a la ausencia de infracción del deber de motivación por el acuerdo de autorización de la OPA, *“al deber integrarse esta resolución con el Informe Propuesta*

*redactado por los Servicios de la Entidad, que contiene una extensa exposición de los fundamentos de derecho aplicables, que justifican la autorización de la oferta pública de adquisición de acciones de la Entidad oferente Sociedad Financiera y Minera, SA, y la determinación del precio de la acción, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 7, 15, 16 y 17 del Real Decreto 1197/1991, y en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores”.*

Por tanto, no es necesario que la propia resolución autorizando la OPA de exclusión contenga una extensa y precisa exposición de las razones que, en referencia al artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991, justifiquen la autorización del precio ofrecido en la OPA. Bastará con que esas razones queden adecuadamente explicadas en los informes técnicos obrantes en el expediente y que el acuerdo de autorización se remita a esos informes, en una técnica de motivación de los actos administrativos por remisión a informes que es perfectamente ajustada al ordenamiento y admitida por la jurisprudencia<sup>34</sup>. Como puede comprobarse, una vez más se puede apreciar la voluntad del Tribunal Supremo de compaginar las garantías y derechos de los accionistas con las especiales características del procedimiento y la necesaria celeridad en su tramitación.

## **2. Los criterios del artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991**

Como antes se anticipó al hacer referencia a las características propias de las OPAs de exclusión, a diferencia de lo que ocurre en una OPA ordinaria, en la que la contraprestación es libremente fijada por la sociedad oferente, el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991 dispone que el precio no ha de ser inferior “*al que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia*”, al menos, los criterios que en esa norma se enuncian, apreciados con referencia al momento en el que se formule la oferta. Los criterios son, en concreto, el “*valor teórico contable de la sociedad*”, el “*valor liquidativo de la sociedad*”, la “*cotización media de los títulos durante el semestre inmediatamente anterior al acuerdo de solicitud de exclusión,*

---

<sup>34</sup> Por todas, las Sentencias de 21 de enero de 2003 (RJ 893) y de 25 de mayo de 1998 (RJ 4486), en la que en expresivos términos se señala que “*es doctrina reiterada del Tribunal Constitucional y constante jurisprudencia de esta Sala la que considera idónea, para el cumplimiento de los fines de la motivación del acto administrativo -dar a conocer al destinatario las auténticas razones de la decisión que se adopta y permitir frente a ella la adecuada defensa- la remisión explícita o implícita a los informes y documentación obrante en el expediente*”.

*cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado” y el “precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el último año, a contar de la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión”.* Dentro de esos presupuestos, la sociedad sigue conservando un amplio margen de libertad en la fijación del precio, que sólo se condiciona al cumplimiento de lo ordenado por la norma recién citada<sup>35</sup>.

En la autorización o denegación de una OPA (sea cual fuere su naturaleza), la CNMV ejerce una potestad reglada, de manera que ha de limitarse a verificar si la solicitud se ajusta o no a los requisitos establecidos legal y reglamentariamente. Si el resultado de esa comprobación es positivo, la OPA habrá de ser autorizada. Si es negativo, procederá su denegación<sup>36</sup>. Es decir, la determinación de la contraprestación ofrecida corresponde a la sociedad oferente, a través de la formación de su voluntad social interna con arreglo a la legislación societaria, pero no a la CNMV, quien sólo ha de comprobar que en la fijación del precio se han tenido en consideración, de forma conjunta y con justificación de su relevancia, al menos, los criterios fijados en el

---

<sup>35</sup> Los criterios enumerados en el artículo 7.3 del Real decreto 1197/1991 son explicados entre nuestra doctrina por SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española”, en AAVV., *La lucha por el control de las grandes sociedades - OPAS*, Bilbao, 1992, p. 9, de la siguiente manera: “*El primero de esos parámetros, por referirse a una sociedad que todavía sigue en la Bolsa, toma en cuenta precisamente la cotización media de las acciones; pero, como quiera que la intención última de la sociedad no es otra que la de sustraerse al mercado, el método de valoración debe contemplar asimismo, como segundo parámetro de justificación, el valor contable de los títulos, de conformidad en ambos casos con lo previsto para el derecho de separación en el artículo 147 de la vigente Ley de Sociedades Anónimas. Además, si en el último año la sociedad que trata de salir de Bolsa hubiera sido objeto de una OPA ordinaria antecedente, el precio al que se efectuó dicha oferta se considerará igualmente a la hora de valorar la contraprestación ofrecida a los accionistas que se separen; y, en la medida que tales socios perderán definitivamente posibles plusvalías latentes (que acaso no llegarán a alumbrarse sino mucho después de su salida de la sociedad), el último parámetro a tomar en consideración para valorar las acciones exige aproximarse a la determinación del valor liquidativo de la sociedad*”.

<sup>36</sup> Según DEL CAÑO PALOP, J. R. (“Supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores...”, *op. cit.*, pp. 227 y 228), “(...) cuando la norma determina de forma exhaustiva todas las condiciones de ejercicio de la potestad, definiendo el supuesto legal de manera completa y delimitando la potestad totalmente en cuanto a sus términos y consecuencias, se estará ante una potestad reglada (...) Dentro de este esquema se observa que a la Comisión Nacional del Mercado de Valores se le encomienda la autorización o denegación de la oferta, pero especificando que el acuerdo de denegación deberá ser motivado y fundamentarse en el incumplimiento de lo previsto en el Real Decreto, en la Ley del Mercado de Valores y en la restante normativa aplicable. Es decir, que si todos los requisitos exigidos se cumplen (fundamentalmente los antes señalados, en cuanto a la solicitud, folleto y documentación), debe la Comisión Nacional del Mercado de Valores proceder a conceder la autorización, por lo que, en definitiva, cabe concluir que se trata de una potestad reglada”.

artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991. Si esta exigencia se cumple, el precio también deberá ser autorizado<sup>37</sup>.

Este criterio es compartido tanto por la Sentencia de instancia como por la STS de 23 de mayo de 2005. En la Sentencia de 22 de febrero de 2002, se llega a la conclusión de que *“en principio la OPA de exclusión enjuiciada cumplió la exigencia legal de ser superior al resultado de valorar la empresa afectada utilizando los cuatro criterios del art. 7.3 del R.D. 1197/1991, por lo que la autorización administrativa se atuvo a dicha disposición normativa (...) el precio ofrecido fue superior al que resultó de la valoración realizada en el informe propuesta de 16 de diciembre de 1998 en ocho pesetas, por lo que considerado el carácter reglado de la autorización según el art. 7.3 del R.D. 1197/1991, ésta fue correcta”* (FJ 4º).

Endosando la Sentencia de instancia y complementando sus razonamientos, el Tribunal Supremo añade que *“resulta evidente que la Sala de instancia no ha considerado exclusivamente los criterios de valoración del Real Decreto 1197/1991, lo que sería contrario a la literalidad de la disposición: la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá tener en cuenta ‘al menos’ los siguientes criterios”* (FJ 7º). En concreto, se identifican un *“quinto criterio de valoración”*, que es precisamente el contenido en el informe técnico presentado por los accionistas después recurrentes; e incluso un *“sexto criterio estimativo”*, referente al valor actual de los flujos de caja esperados.

---

<sup>37</sup> Así lo viene entendiendo la propia CNMV, que, en su Informe Anual de 1993, señalaba que *“la competencia de la CNMV se extiende a la valoración del precio ofertado por quien pretende formular la OPA. A la CNMV no le corresponde fijar precio alguno, sino enjuiciar el precio que otro ofrece. Por otra parte, la facultad de la CNMV respecto de la autorización del precio ofertado viene vinculada por unos criterios valorativos fijados por la propia ley (art. 7.3 RD OPAS). En cuanto a esos criterios, debe tenerse en cuenta lo siguiente: de un lado, que la ley no obliga a que el precio ofertado sea igual o superior a todos y cada uno de los valores que arroje la aplicación de los diferentes criterios y métodos de valoración fijados por la ley. Sólo exige que el precio no sea inferior al valor que resulte de una estimación realizada tomando en cuenta ‘de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia’, los criterios que la ley especifica. De otro lado, que este valor, fijado con estos criterios, reviste el carácter de ‘precio mínimo’. La CNMV no está legitimada a autorizar un precio que sea inferior al valor que arrojen estos criterios estimativos impuestos por el legislador”*.

Se confirma, así, que la CNMV ha de ceñirse a verificar que el precio se ajusta a los requisitos exigidos por la normativa aplicable, sin que pueda después entrar a valorar el concreto precio establecido en la oferta.

Las directrices que han de tenerse en consideración para determinar si se cumplen o no esos requisitos y, por tanto, si procede o no la autorización del precio, son sencillas. De un lado, el precio debe estar fijado con referencia conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, al menos, a los cuatro criterios enunciados en el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991, de lo que cabe deducir que es necesario tener en cuenta otros criterios –también adecuadamente justificados-, entre los que pueden estar cualesquiera otros de los que habitualmente se utilicen en la valoración de empresas, o los que resulten de un informe elaborado por un experto. De otro lado, el precio debe ser superior al que resulte de la aplicación de esos criterios, en los términos expuestos. Lo relevante no es en cuánto pueda superior. Basta con que lo sea. A partir de ahí, entra en juego el principio de libertad en la determinación del precio ofrecido a los accionistas, quienes podrán acudir o no a la OPA con las consecuencias que de esa decisión se deriven.

Como recuerda la STS de 23 de mayo de 2005, *“la ratio de la intervención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que, con el objeto de asegurar la solvencia, transparencia y seguridad jurídica de la negociación bursátil, pretende salvaguardar entre otros intereses a) que todos los tenedores de títulos de la sociedad afectada que se encuentren en situaciones idénticas reciban el mismo trato; b) que los destinatarios de la oferta dispongan de tiempo e información suficiente para poder tomar una decisión con respecto a ella con pleno conocimiento de causa; c) que el órgano de administración o de dirección de la sociedad afectada obre en interés de todos los accionistas y no pueda obstaculizar el buen desarrollo de la oferta; d) que no se creen falsos mercados de títulos de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad implicada en la oferta; y e) que la sociedad afectada no vea sus actividades obstaculizadas por el hecho de que sus títulos sean objeto de una oferta durante más tiempo de lo razonable, según se expresa en los principios informadores del Derecho Comunitario”*. La protección de ese conjunto de intereses se concreta en el cumplimiento de los requisitos indicados, de tal manera que, si el precio se ajusta a esos



requisitos, la CNMV debe, en ejercicio de una potestad que es de carácter reglado, otorgar la autorización prevista en el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991. O, dicho, de otra forma, la CNMV se ha de limitar a determinar si la OPA de exclusión al precio ofrecido se ajusta o no a las exigencias impuestas en el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, comprobando si ese precio se ha calculado en aplicación “*conjunta y con justificación de su respectiva relevancia*”, al menos, de los criterios fijados en el apartado 3 de esa norma, apreciados con referencia al momento en que se formule la oferta y si, por tanto, el precio ofrecido está por encima del umbral mínimo que el Real Decreto asegura a los accionistas minoritarios. Despejada esta cuestión, no resulta oportuno entrar en disquisiciones sobre si ese precio debería haber sido mayor o menor, ya que ésta es una cuestión que atañe exclusivamente a la esfera interna de formación de la voluntad social. Y, naturalmente, no corresponde a la CNMV llevar a cabo ninguna determinación autónoma del valor real de la compañía.

### **3. La compensación por la pérdida de liquidez**

Para finalizar este comentario, interesa hacer referencia a un criterio que los recurrentes, tanto en la tramitación de la OPA ante la CNMV como después ante la jurisdicción contencioso-administrativa, trataron de alegar como factor que debería haberse tenido en cuenta en la fijación del precio ofrecido, incrementando su importe. Se está, en concreto, haciendo referencia a su pretensión, después convertida en motivo impugnatorio del acuerdo de autorización de la OPA, de que en la fijación del precio se hubiera incluido una compensación o indemnización expresa por la pérdida de liquidez de las acciones derivada de su exclusión de la cotización bursátil, que también se ha dado en llamar “prima de exclusión”<sup>38</sup>.

La tesis es rotundamente rechazada por la STS de 23 de mayo de 2005. A juicio del Tribunal Supremo, “*la pretensión de la parte recurrente, de que se incluyan, además, como criterios de valoración autónomos en la determinación del valor de las acciones afectadas por la OPA de exclusión, la indemnización por la pérdida de*

---

<sup>38</sup> A favor de la imperatividad de la inclusión de esa compensación se muestran ARIÑO ORTIZ, G. y ARIÑO SÁNCHEZ, R., “OPAs de exclusión...”, *op. cit.*, p. 2603, para quienes “*la prima de exclusión (es decir, la prima por la pérdida de liquidez) es imperativa, y debe ser controlada por la CNMV al estudiar el precio*

*liquidez derivada de la exclusión de las acciones de la cotización bursátil (...), no puede ser acogida”. Este pronunciamiento se hace descansar en que “el principio de autorización de la oferta pública de adquisición de acciones de exclusión y la naturaleza imperativa o forzosa que representa para la Sociedad oferente, se justifica precisamente como una contrapartida institucional a la pérdida de liquidez derivada de la exclusión de la negociación bursátil, que pretende otorgar la posibilidad a los tenedores o titulares de los valores de vender sus títulos a un precio en condiciones de equitatividad mediante la obtención de una compensación justa y en metálico para los accionistas que decidan aceptarla, como enfatiza el Abogado del Estado, y evitar los perjuicios derivados al accionista minoritario por la eventual pérdida de valor de la acción que origina la reducción de su liquidez”.*

En efecto, la pérdida de liquidez derivada de la OPA de exclusión es ya tenida en consideración por el legislador al exigir expresamente la autorización del precio ofrecido con referencia al cumplimiento de determinados requisitos que están precisamente destinados a garantizar la adecuada protección de los intereses de los accionistas minoritarios. Así las cosas, la fijación o no de una compensación expresa por la pérdida de liquidez de las acciones es cuestión que corresponde decidir única y exclusivamente a la propia sociedad, sin que la CNMV pueda cuestionar el precio propuesto por la sociedad oferente por el hecho de que no incluya una cuantía por ese concepto, ya que la normativa reguladora de estas operaciones no lo impone. Por encima del precio mínimo que resulta de aplicar los criterios reglamentarios, la determinación del precio ofrecido a los accionistas corresponde a la sociedad, que podrá decidir compensar o no a aquéllos por los conceptos que estime adecuados<sup>39</sup>.

---

*ofrecido por la empresa opante”.*

<sup>39</sup> La inclusión o no de una compensación expresa por la pérdida de liquidez es cuestión que normalmente guarda relación estrecha con el volumen de títulos negociados que se encuentre en manos de los accionistas minoritarios. El Informe Anual de 1993 de la CNMV dice que “*el perjuicio que experimenta el pequeño inversor con la exclusión de sus valores de la cotización bursátil guarda relación proporcional con la negociabilidad de los valores y ésta depende en gran medida del volumen de accionariado disperso con que cuenta todavía la sociedad*”. En estos casos, “*parece lógico*” -que no obligatorio- que se fije algún tipo de compensación, pero no en los que, como ocurría en el presente supuesto, la negociabilidad de los valores era muy limitada al ser muy reducido el porcentaje de acciones todavía dispersas.

Como se explica en la Sentencia de instancia, *“la iniciativa de incluir en el precio una indemnización por la pérdida de liquidez derivada de la exclusión de las acciones corresponde a la sociedad oferente”* (FJ 9º). La consecuencia de esta consideración, según esa misma Sentencia, es que no son *“válidos como términos de comparación los casos de otras OPAS posteriores en que la oferente a diferencia del actual decidió añadirle expresamente un plus, que excede de lo previsto en la norma como mínimo de garantía que precisa de la autorización de la CNMV (...) Los otros casos expuestos por la actora no son homogéneos con el actual concurriendo diferentes circunstancias que impiden su comparación, siendo su respectiva valoración también correcta, porque la decisión libre del oferente en el caso de la exclusión de AZSA, por ejemplo, pagando un plus sobre el mínimo previsto en el art. 7.3 del RD 1197/1991, fue también autorizada por la CNMV al comprobar que el precio mínimo garantizado por dicha norma quedaba cubierto con la oferta”* (FJ 4º).