

## Artículos

# EXPERIENCIAS RECIENTES EN LA JURISPRUDENCIA CONTENCIOSO- ADMINISTRATIVA ESPAÑOLA EN MATERIA DE OPAS

Manuel Vélez Fraga, Miguel Martínez  
Gimeno y Eduardo Ayala González

*Abogados del Área de Derecho Público, Procesal y Arbitraje (Madrid)*

### **Experiencias recientes en la jurisprudencia contencioso-administrativa española en materia de opas**

*Las ofertas públicas de adquisición de acciones (opas) han sido una fuente de conflicto en el orden contencioso-administrativo en los últimos años en España. Desde la sentencia de la Audiencia Nacional estimatoria del recurso interpuesto frente a la aprobación de la opa sobre Cementos Portland Valderrivas, S.A., los recursos frente a autorizaciones en relación con opas se han incrementado. Ello ha dado lugar a distintos pronunciamientos de la Audiencia Nacional y del Tribunal Supremo en los que se ha fijado doctrina sobre cuestiones esenciales sobre la normativa de opas. En el presente artículo se analizarán estos pronunciamientos, así como alguno que se divisa en el horizonte.*

#### **PALABRAS CLAVE:**

Mercado de valores, Oferta pública de adquisición de acciones, Precio equitativo, Métodos de valoración.

### **Recent spanish administrative litigation regarding takeover bids**

*Takeover bids have recently given rise to administrative litigation in Spain. Ever since the National Court upheld the appeal against the decision to approve the Cementos Portland Valderrivas, S.A. takeover, the number of appeals against takeover bid approvals has escalated. This has resulted in various precedent-setting judgments by the National Court and the Supreme Court on essential issues regarding takeover bid regulations. This article analyses these and other imminent judgments.*

#### **KEY WORDS:**

Stock market, takeover bid, fair price, valuation methods.

FECHA DE RECEPCIÓN: 18-9-2023

FECHA DE ACEPTACIÓN: 21-9-2023

Vélez Fraga, Manuel; Martínez Gimeno, Miguel; Ayala González, Eduardo (2023). Experiencias recientes en la jurisprudencia contencioso-administrativa española en materia de opas. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 63, pp. 41-60 (ISSN: 1578-956X).

## 1. El régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (opas). En especial, las opas de exclusión y la excepción a formularlas del artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007

---

El régimen jurídico español de las ofertas públicas de adquisición sobre entidades cotizadas se encuentra regulado en la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión ("LMV") y, especialmente, en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores ("Real Decreto 1066/2007").

La recientemente aprobada LMV no altera en sus líneas generales el régimen jurídico hasta ahora existente en lo que se refiere a las sociedades cotizadas en mercados regulados<sup>1</sup>. Así, la normativa distingue entre las opas obligatorias y voluntarias.

La opa obligatoria por toma de control es la más común y tiene lugar cuando se alcanza el control de la sociedad, bien por adquirir un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 % del capital con derecho a voto de la sociedad afectada, o bien por designar más de la mitad de los miembros de su órgano de administración.

En esos casos, se impone la obligación de formular una opa dirigida a todos los titulares de acciones o de derechos de suscripción de la sociedad afectada, así como, en su caso, a los titulares de derechos de suscripción de acciones y de obligaciones convertibles y canjeables en ellas. Potestativamente, puede también dirigirse a los titulares de *warrants* (opciones sobre acciones) o de otros instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones por emitir o ya emitidas.

La opa debe formularse a un "precio equitativo" en los términos previstos en la LMV y el Real Decreto 1066/2007, que es, concretamente, un precio o contraprestación no inferior al más elevado al que el oferente o las personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los doce meses previos al anuncio de la oferta. De no existir dicha adquisición o acuerdo previo, se aplican las reglas de valoración e informe a las que nos referiremos más adelante.

---

<sup>1</sup> La nueva LMV sí introduce como importantes novedades en la materia la extensión del régimen de opas a sociedades admitidas a negociación en un sistema multilateral de negociación y la regulación de las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición (por su acrónimo en inglés SPAC), si bien el análisis de estas cuestiones excede del ámbito del presente artículo.

Este tipo de opa se encuentra armonizado en la Unión Europea a través de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, y, por tanto, el régimen es similar o con diferencias escasas para todos los Estados miembros de la Unión Europea. La finalidad de estas opas es el reparto de la prima de control.

Las otras dos opas obligatorias son la opa de exclusión, que trataremos a continuación de manera específica y que se produce cuando la sociedad cotizada decide excluir sus acciones de negociación, así como la opa en supuestos de reducción de capital mediante adquisición de acciones propias de la sociedad, que se produce al acordarse estas reducciones de capital para amortización de acciones propias que superen el 10 % del capital con derecho a voto cuando no se realicen conforme a las exenciones para programas de recompra y estabilización de instrumentos financieros previstos en la normativa de la Unión Europea<sup>2</sup>.

La opa voluntaria, como su propio nombre indica, no se impone al oferente y puede dirigirse a un número de valores inferior al total (siempre que, a resultas de ella, no se supere el umbral citado del 30 % que daría lugar a la opa obligatoria por toma de control). La normativa española somete la opa voluntaria al régimen de la obligatoria, excepto en lo que se refiere al precio, que no tiene que ser "precio equitativo", y a la posibilidad de sujetarla a determinadas condiciones, como la aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales por la sociedad, la aceptación de un número mínimo de valores, la aprobación en junta de la oferta u otras condiciones que sean consideradas conforme a Derecho por el supervisor del mercado de valores español, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV"). Si con ocasión de la opa voluntaria se alcanza el control, la oferta deberá someterse imperativamente al régimen de la opa obligatoria, singularmente a las reglas sobre precio equitativo.

Como se ha adelantado, la opa de exclusión es una opa obligatoria que se produce cuando una sociedad cotizada decide excluir sus acciones de cotización. Su finalidad esencial es la de retribuir la pérdida de liquidez que supone la exclusión de cotización en un mercado regulado.

La opa de exclusión debe dirigirse igualmente a todos los titulares de acciones o de derechos de suscripción de la sociedad afectada, así como, en su caso, a los titulares de derechos de suscripción de acciones y de obligaciones convertibles y canjeables en ellas, salvo a aquellos titulares que hubieran votado a favor de la exclusión y que, además, inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación de la opa.

La opa la formula la propia sociedad que se excluye u otra persona o entidad que cuente con la aprobación de la Junta General de la sociedad a excluir. La Junta General debe en todo caso aprobar el acuerdo de exclusión y los acuerdos relativos a la opa.

En esta opa la contraprestación debe ser necesariamente en metálico y el precio ofrecido debe justificarse en un informe basado en los métodos previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, al que se hará referencia a continuación.

---

<sup>2</sup> Principalmente, en el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado).

El artículo 11 del Real Decreto 1066/2007 exceptúa, no obstante, la obligación de opa de exclusión cuando se hubiera realizado con anterioridad una opa por la totalidad del capital de la sociedad afectada en la que se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación y, además, se justifique el precio mediante el informe de valoración previsto para las opas de exclusión y se facilite la venta de la totalidad de los valores mediante una orden de compra de dichos valores, al mismo precio que el de la oferta previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la oferta precedente. Esta excepción exige en todo caso que, a resultas de la opa previa, el oferente hubiese alcanzado al menos el 75 % del capital con derecho a voto de la sociedad afectada.

Como puede verse, la excepción de la opa de exclusión del artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007 parte del presupuesto de que se ha promovido una opa previa por la totalidad del capital social anunciando la voluntad de excluir y de que el oferente hubiese alcanzado en esa opa previa un mínimo del 75 % del capital con derecho a voto.

Esta última exigencia de aceptación del 75 % del capital con derecho a voto en la opa previa fue introducida en la normativa de opas por la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modificaba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

Según la motivación de la enmienda<sup>3</sup> que introdujo el cambio normativo, el requisito perseguiría hacer el sistema más equilibrado y que la regulación no propicie que los accionistas se vean presionados para aceptar opas cuya lógica es la toma de control de sociedades que todavía no han decidido abandonar el mercado bursátil, de manera que puedan centrarse en valorar el precio y demás condiciones de la oferta y considerar realmente como alternativa permanecer en la sociedad acompañando al nuevo socio de control. Según la misma motivación, se trataría, en definitiva, de que los potenciales oferentes no puedan basar su estrategia en el anuncio de una inminente exclusión y, en suma, de separar la opa de toma de control del eventual proceso de exclusión de cotización en todos aquellos casos en los que el capital flotante tras dicha opa siga siendo especialmente significativo, de manera que cada aspecto —cambio de control y exclusión— tienda a dilucidarse de modo autónomo.

A nuestro juicio, esta motivación no parece una justificación suficiente para esta nueva exigencia normativa, ya que incluso si se considerase que en una opa sobre la totalidad de las acciones de una sociedad el anuncio del oferente de su voluntad de excluirla de cotización supone una “presión” para los accionistas, lo cierto es que existen dos garantías claras que neutralizan cualquier tipo de presión: en primer lugar, que la excepción a la opa de exclusión impone el mismo informe exigido en este tipo de opas (informe que es aportado de hecho en la opa previa y fiscalizado por la CNMV, con garantías más que suficientes, como se verá), y, en segundo lugar, que el accionista tendrá dos oportunidades de vender sus acciones (en la opa previa y en la orden de compra posterior), de manera que los dos momentos, opa previa y exclusión, pueden ser diferenciados perfectamente por los accionistas (es decir, el accionista puede no vender en la opa previa y, pos-

---

3 Vid. *Boletín Oficial de las Cortes Generales*. Congreso de los Diputados, serie A, núm. 28-3, de 18 de diciembre de 2020.

teriormente, a la luz de su resultado final, vender en la orden de compra que la sociedad debe mantener durante un mes para la exclusión).

Centrándonos en el informe exigido para una opa de exclusión, o para la exclusión en virtud de la excepción del artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007, este informe debe contener una justificación detallada sobre la propuesta y el precio ofrecido basada en resultados obtenidos a partir de los siguientes métodos:

- i. Valor teórico contable de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a estas, sobre la base de los últimos estados financieros.
- ii. Valor liquidativo de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado, salvo que de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos.
- iii. Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la opa, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.
- iv. Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna opa en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.
- v. Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros.

El informe debe justificar necesariamente la relevancia respectiva de cada uno de los métodos empleados en la valoración y el precio de la opa no puede ser inferior al mayor que resulte entre el "precio equitativo" de las opas por toma de control (si ha existido un precio pagado o acordado en los doce meses previos) y el de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos anteriores.

Teniendo en cuenta este contexto normativo, a continuación se abordarán determinados casos resueltos por la jurisprudencia contencioso-administrativa española reciente que ha tenido ocasión de resolver la impugnación de diversos actos autorizatorios de opas.

## 2. Sobre la ausencia de prelación de métodos de valoración y el papel del Consejo de Administración en las opas de exclusión. La Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de noviembre de 2020 relativa a la opa realizada sobre Cementos Portland Valderrivas

---

Según se ha expuesto, el informe de valoración en opas de exclusión, o en el contexto de la excepción a ella amparada en el artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007, en principio, no establece una prelación de métodos de valoración, sino un análisis que tome en cuenta *“de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia”* todos los métodos (siempre, por supuesto, que estos métodos arrojen un valor superior al fijado con arreglo a las reglas relativas al *“precio equitativo”* de las opas por toma de control, esto es, al pagado o acordado por el oferente en los últimos doce meses, ya que de otro modo sería este precio el que se aplicase).

A pesar de que la regulación no parece establecer prelación alguna, en el contexto de la opa de exclusión de la sociedad Cementos Portland Valderrivas, S.A. (“CPV”) promovida por la entidad Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. (“FCC”), la Audiencia Nacional, en Sentencia de 5 de abril de 2019 (rec. n.º 143/2017), anuló el Acuerdo de la CNMV por el que dicha opa era autorizada, al considerar que el informe de valoración utilizado se apoyó fundamentalmente en el método de descuento de flujos de caja y no en el de valor teórico contable, utilizado y considerado adecuado por la CNMV en otras ocasiones. La sentencia citada también anulaba el acuerdo porque el informe de valoración había sido elaborado por una entidad de crédito que también era agente global de financiación de FCC, así como intermediario y liquidador de la opa sobre CPV, lo que supondría un conflicto de intereses por la entidad que invalidaba igualmente el informe.

Frente a dicha sentencia, interpusieron sendos recursos de casación la propia CNMV, CPV y FCC.

El interés casacional por el que se admitieron los recursos de casación se concretó en determinar, por un lado, si entre los diferentes métodos de valoración del precio ofrecido en la opa exigidos para el informe en opas de exclusión existe alguna prelación y si la CNMV puede exigir la utilización de un método de valoración concreto en dicho informe. Por otro lado, si, en el caso de que en dicho informe se asuma o se fundamente en el elaborado por un experto, la existencia de un eventual conflicto de intereses de este último le impide intervenir como tal experto.

El Tribunal Supremo se pronunció sobre los recursos en la Sentencia de 23 de noviembre de 2020 (rec. n.º 4333/2019).

Sobre las dos primeras cuestiones, el Tribunal Supremo destacó, en primer lugar, que el tenor literal de la norma era claro en el sentido de *“no establecer ningún tipo de prelación entre los métodos”* que cita. En términos de la sentencia: *“simplemente la norma ha previsto un sistema de “numerus apertus” y no de “numerus clausus” al referirse a los métodos de valoración, pero ello no autoriza a deducir que los citados en un apartado del artículo 10.5 tengan preeminencia sobre los*

*incluidos en los apartados siguientes ni, tampoco, que los citados expresamente en el apartado e) de dicho precepto sean preeminentes respecto de otros que, pese a ser susceptibles de encuadrarse en dicho apartado al amparo de la referencia genérica que contiene, no hayan sido objeto de mención específica en él".*

En segundo lugar, el Tribunal Supremo constata igualmente la función esencial que la CNMV tiene como supervisor en el contexto de una opa, a la vista de la *"enorme trascendencia que su resultado puede llegar a tener para la economía nacional"*. Sentado lo anterior, la sentencia concreta su función supervisora en opas de exclusión en comprobar (i) que los administradores de la sociedad han cumplido su obligación de informar, con suficiencia y transparencia, a los titulares de los valores afectados acerca de las condiciones de la propuesta y del precio ofrecido, ajustándose en la realización del informe (que debe unirse al folleto explicativo de la opa), a los criterios establecidos normativamente; y (ii) que los socios han dispuesto de toda la información necesaria para decidir si permanecen en la sociedad excluida de cotización o si venden sus títulos, de manera que la exclusión pueda, en su caso, ser aprobada por los propios accionistas, debidamente informados, en Junta General.

En ese contexto, el Tribunal Supremo señala que la CNMV no está facultada para exigir la utilización de un método concreto en el informe de valoración.

Respecto a la tercera cuestión, es decir, la posibilidad de que el informe esté elaborado por un experto conflictuado, el Tribunal Supremo constata que el informe en una opa de exclusión debe ser elaborado por los administradores que proponen a la Junta el acuerdo de exclusión de la sociedad. Lo anterior implica que el informe ni siquiera debe ser elaborado por un experto, si bien, al ser una materia técnica compleja, es habitual que los administradores se sirvan de expertos en la materia, asumiendo su informe o apoyándose en él.

Por esta razón, y teniendo en cuenta que los legalmente responsables del informe son los administradores, el Tribunal Supremo considera irrelevante un potencial conflicto de intereses del experto que realiza dicho informe, dado que en definitiva ese informe es asumido por los administradores. Lo relevante es que el informe se ajuste a las exigencias sobre métodos de valoración antes apuntadas. Ello no obsta a que, dada la sensibilidad del sector y la materia, la normativa imponga a este tipo de expertos la adopción de medidas (como "murallas chinas" o similares) en caso de conflicto de intereses.

El Tribunal Supremo, a la vista de la doctrina sentada, anula la sentencia de la Audiencia Nacional y confirma el Acuerdo del Consejo de la CNMV.

Más allá del caso concreto, las cuestiones que se planteaban ante el Tribunal Supremo no dejaban de ser atípicas, particularmente porque se trataba de aspectos absolutamente asumidos en la práctica de opas tanto por la CNMV como por el sector en general, resultando el criterio de la sentencia de la Audiencia Nacional una postura totalmente fuera de dicha práctica.

En efecto, más allá del efecto económico concreto que, de resultar confirmado el criterio de la Audiencia Nacional, producía la anulación de la opa sobre CPV, nadie cuestionaba hasta ese momento que no existía prelación predeterminada en los informes sobre opas de exclusión o que una

entidad no pudiese emitir el informe citado a petición de los administradores que proponen a la Junta General de socios la exclusión de la sociedad.

Afortunadamente, el Tribunal Supremo confirmó la práctica realizada hasta entonces, llegando a constatar, como se ha visto, respecto de las dos cuestiones principales que se suscitaban que "*del tenor literal*" se deducía "*con claridad la respuesta*", lo que hacía innecesario cualquier otro método de interpretación "*in claris non fit interpretatio*".

Adicionalmente al tenor literal, cabe apuntar a la propia finalidad y lógica del sistema.

Efectivamente, en cuanto a la constatación del Tribunal Supremo sobre el recurso a un experto externo, es evidente que el informe de dicho experto no altera el hecho de que es el órgano de administración el responsable de proponer la opa de exclusión a la Junta General y que el informe debe ser asumido por dicho órgano, lo cual permite superar cualquier conflicto eventual del experto (que, no obstante, suele estar gestionado a través de métodos como "murallas chinas" o similares, que evitan la contaminación del experto que realiza el informe).

Por lo que se refiere a la doctrina establecida sobre el informe en opas de exclusión, parecía evidente que la norma impone tener en cuenta "*de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia*" todos los métodos que cita la normativa, que, además, son *numerus apertus*, lo cual excluía la interpretación realizada por la Audiencia Nacional. Por otra parte, la finalidad de esa normativa no es otra que la de conseguir un precio justo desde una perspectiva económica que compense la pérdida de liquidez que supone la exclusión de cotización de la sociedad.

Para ello, la norma obliga a realizar una valoración conjunta derivada de la aplicación de varios métodos, que serán más o menos adecuados atendidas las circunstancias concretas del caso, y que el informe deberá justificar tanto en cuanto a su elección como a la importancia dada a cada uno de ellos, sometiéndolo en todo caso al ulterior control de la CNMV, para tener todas las garantías.

Esta exigencia es completamente lógica, porque las circunstancias del caso concreto pueden hacer más o menos apto alguno o varios de los métodos de valoración. De hecho, la sentencia de la Audiencia Nacional, que apuntaba al método del valor teórico contable como un método preponderante frente al resto y, singularmente, frente al método de descuento de flujos de caja, chocaba con la realidad práctica de los últimos doce años anteriores a la opa sobre CPV.

En efecto, de las treinta y dos opas<sup>4</sup> autorizadas en ese periodo conforme al Real Decreto 1066/2007, en las que se aportó informe de valoración con objeto de justificar el precio de exclusión, únicamente se consideró como método más relevante el valor teórico contable en dos casos y en veintiocho de esas treinta y dos opas, el descuento de flujo de caja fue considerado el método más relevante.

Obviamente, de esta experiencia práctica tampoco cabe deducir que el método prevalente deba ser el de descuento de flujos de caja, sino, simplemente, que cada caso concreto debe ponderar

---

4 [www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folleto/ListaOPAS.aspx?fechaDesde=30/04/2008&fechaHasta=10/07/2022](http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folleto/ListaOPAS.aspx?fechaDesde=30/04/2008&fechaHasta=10/07/2022)



todos los métodos y justificar por qué se considera(n) mejor(es) el/los finalmente elegido(s) para justificar el precio.

En todo caso, el asunto de la opa sobre CPV supuso un cierto “renacer” de los contenciosos de opas que se dieron a finales de los 90 en España, como atestiguan los asuntos que se comentarán a continuación.

### 3. La legitimación activa en la impugnación de acuerdos de la CNMV relativos a opas. La Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de octubre de 2022 relativa a la opa realizada sobre Telepizza Group

---

La legitimación activa se entiende como la aptitud para ser parte de un procedimiento, lo que exige una específica relación entre el demandante y el objeto del proceso.

En el ámbito contencioso-administrativo, la legitimación se encuentra regulada en el artículo 19 de la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-administrativa (“LJCA”). En el referido artículo se establecen los presupuestos que legitiman para interponer una acción. La falta de encaje en uno de estos presupuestos conllevará la inadmisión del recurso en virtud del artículo 69.b) de la LJCA. A estos efectos, especial relevancia tiene el apartado 1.a) del artículo 19, que dispone que estarán legitimados ante el orden contencioso-administrativo aquellos que tengan un derecho o interés legítimo.

Qué se entiende por interés legítimo ha sido no solo objeto de concreción legal, sino también de un amplio desarrollo por la doctrina del Tribunal Constitucional y por la jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo. El concepto ha ido evolucionando desde una perspectiva más acotada, en tanto solo el destinatario de la disposición o el acto estaba legitimado para recurrirlo, a una mucho más amplia. De acuerdo con la regulación y doctrina actual, el interés legítimo exige una relación entre la disposición o acto que se recurre y la esfera jurídica del recurrente, debiendo provocar a este último un determinado perjuicio o la supresión de un beneficio del que goza. De esa forma, no se entiende legitimado aquel que acude a la jurisdicción contencioso-administrativa como mero defensor de la legalidad sin justificar esta vinculación que debe existir entre el objeto del proceso y su esfera jurídica. Solamente en casos excepcionales y mediante reconocimiento legal se prevé una acción pública para la defensa de la legalidad, como así dispone el artículo 19.1.h) de la LJCA.

El Tribunal Supremo y la Audiencia Nacional han tenido oportunidad en distintas ocasiones de pronunciarse sobre la legitimación para impugnar los actos administrativos dictados por la CNMV en materia de opas.

Los primeros pronunciamientos de los tribunales tenían por objeto los recursos que, por distintas cuestiones, habían interpuesto accionistas de la sociedad objeto de la oferta. En ellos se ha venido reconociendo tradicionalmente la legitimación de estos accionistas en tanto sus derechos e

intereses se veían afectados por los actos administrativos que dictaba la CNMV. Así, la Audiencia Nacional en sus Sentencias de 22 de febrero de 2002 (rec. n.º 337/1999) y de 7 de junio de 2006 (rec. n.º 62/2004) en relación con las opas sobre las acciones de Financiera y Minera, S. A., y de Aceralia Corporación Siderúrgica, S. A., destacó como interés legitimador de los accionistas el interés económico de que se fijara un precio por acción mayor en la opa.

Entre todos estos primeros pronunciamientos destaca la Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de abril de 2007 (rec. n.º 5494/2008) en relación con la opa sobre las acciones del Banco Español de Crédito, S. A. (Banesto), al reconocer de una forma más concreta el interés legítimo de los accionistas de la sociedad sobre la que se formula la oferta para recurrir los acuerdos de la CNMV en relación con dicha oferta.

El Tribunal Supremo explica que la relación directa de la opa con su situación en cuanto titulares de los derechos inherentes a sus acciones les legitima para acudir a la vía contencioso-administrativa a impugnar los actos dictados de la CNMV en relación con dicha opa. Pese a que el accionista no puede atribuirse los intereses de la sociedad en la que participa, sí que puede impugnar estas decisiones cuando considere que estas inciden negativamente en su situación jurídico-patrimonial. Todo ello con independencia de las acciones societarias y civiles que pudieran ejercer.

Si bien el reconocimiento de la legitimación de los accionistas para recurrir acuerdos de la CNMV en el ámbito de opas ha sido una constante para nuestros tribunales, en los últimos años se ha planteado una nueva problemática en relación con la legitimación de aquellos que disponen de instrumentos financieros distintos de las acciones dentro de los mercados de valores. En concreto, la Audiencia Nacional y el Tribunal Supremo se han pronunciado sobre la legitimación de aquellos que suscriben derivados financieros (*swaps*) cuyo activo subyacente son las acciones de la sociedad sobre la que se lanza una opa y que se liquidan efectivo. Esto es, que solo daban lugar al intercambio de cantidades económicas y ningún derecho sobre las acciones.

El supuesto de hecho era el siguiente: en enero de 2019, Tasty Bidco, S.L.U. ("Tasty Bidco") solicitó autorización para formular una opa voluntaria sobre la totalidad del capital social con derecho a voto de Telepizza Group, S.A. ("Telepizza"), compañía dedicada a la producción, comercialización y venta de productos de alimentación, especialmente pizza. La contraprestación ofrecida era de 6 euros por acción que se justificaba sobre la base del informe que se acompañó a la solicitud de autorización para formular la opa. Tasty Bidco justificó su contraprestación sobre la base de ese informe en tanto tenía intención de solicitar la exclusión de cotización de Telepizza sin formular una opa de exclusión conforme al artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007.

Con fecha 28 marzo de 2019, se adoptó el Acuerdo del Consejo de la CNMV por el que se autorizó la opa sobre las acciones de Telepizza. El precio de la opa fue de 6 euros por acción y la CNMV lo consideró ajustado a las reglas sobre precio equitativo y de opas de exclusión. La opa fue aceptada por un número significativo de las acciones sobre las que se dirigía.

Posteriormente, con fecha 4 julio de 2019, tras verificar el cumplimiento de los condicionantes del artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007, se adoptó el Acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV por el que se autorizó la exclusión de cotización de las acciones de Telepizza.

Tras la publicación del anuncio previo de la opa que iba a formular Tasty Bidco, Polygon Global Partners ("Polygon"), a través de dos fondos a los que decía representar, empezó a suscribir contratos de permuta financiera (*swaps*) del tipo de contratos por diferencias cuyo activo subyacente eran las acciones de Telepizza con tres bancos que disponían de acciones de la sociedad. Estos *swaps* se liquidaban en metálico y no daban ningún derecho sobre las acciones. Esto es, los derivados financieros tenían como valor de referencia las acciones de Telepizza y se producían intercambios monetarios entre las partes dependiendo de la fluctuación de la acción, pero sin derecho de suscribir acciones.

Polygon impugnó ambos actos administrativos dictados por la CNMV. Según entendía la recurrente, el precio de la acción ofrecido por Tasty Bidco y autorizado por la CNMV debió ser superior conforme al informe pericial que acompañó a su demanda. De acuerdo con su tesis, de estimarse sus pretensiones, Tasty Bidco debería abonar el sobreprecio por acción a los accionistas a los que se dirigía la oferta, incluidos los bancos con los que suscribió Polygon los *swaps*, y estos deberían abonarle posteriormente ese importe. Por ello solicitó la anulación de los Acuerdos de la CNMV y que se ordenará al organismo supervisor que recalculara el precio de la opa de acuerdo con su informe de valoración.

En la primera instancia, la Audiencia Nacional inadmitió los recursos por entender que carecía de interés legítimo para interponer la acción. En sus Sentencias de 25 de febrero de 2021 (rec. n.º 1895/2019) y de 10 de marzo de 2022 (rec. n.º 1063/2019), la Audiencia Nacional motivó que aquellos que suscriben *swaps* liquidables en efectivo cuyo activo subyacente son las acciones objeto de una opa no tienen legitimación activa para impugnarla.

Las sentencias reconocían que la opa tenía un impacto en los instrumentos financieros que suscribió Polygon, en tanto su inversión variaba en función del valor de la acción de Telepizza, existiendo un interés económico en la evolución del valor y el precio final en el que se determinara la opa. Pero ello no le legitimaba para recurrir la opa, pues la mera titularidad del *swap* no le facultaba para ello. En palabras de la propia Audiencia Nacional, "*su interés no difiere del de cualquier inversor concernido en el éxito de sus posiciones, pero como tal inversor carece de legitimación*".

Según exponía la Audiencia Nacional, los titulares de este tipo de instrumento financiero no son destinatarios de la opa ni participan en su procedimiento conforme al Real Decreto 1066/2007. Al contrario, tal como se veía en el epígrafe 1 anterior, los destinatarios son los titulares de acciones de la sociedad cotizada y los titulares de derechos de suscripción de acciones o de obligaciones convertibles y canjeables en ellas. De modo potestativo puede dirigirse a los titulares de *warrants* (opciones sobre acciones) o de otros instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones por emitir o ya emitidas. Según indica la Audiencia Nacional, estos son los intereses cualificados incorporados en la opa, no encontrándose entre ellos los titulares de *swaps* que liquidan sus acciones en efectivo, como quien recurría. La ausencia de legitimación en la opa de acuerdo con las normas aplicables tenía como consecuencia también la falta de legitimación para impugnarla. Entender lo contrario, indica la Audiencia Nacional, sería como concebir que la opa otorga una acción pública a disposición del mercado, lo cual no es el objetivo de la normativa de aplicación.

Por último, las sentencias resaltaron que la suscripción de *swaps* con posterioridad al anuncio de la opa implicaba que Polygon era conocedor del riesgo al que se exponía y que lo asumió en virtud del *swap* suscrito.

Por todo ello las sentencias de la Audiencia Nacional decidieron inadmitir los recursos en aplicación del artículo 69.b) de la LJCA en relación con el artículo 19 de la misma ley.

Las sentencias de la Audiencia Nacional fueron recurridas en casación ante el Tribunal Supremo. El Tribunal Supremo admitió los recursos, siendo la cuestión que planteaba interés casacional objetivo si estaban legitimados activamente los titulares de *swaps* para impugnar ante la jurisdicción contencioso-administrativa las autorizaciones de la CNMV en relación con opas cuando los *swaps* se encuentran vinculados a las acciones objeto de la operación.

El primero de los recursos ha sido resuelto por el Tribunal Supremo en su Sentencia de 3 de octubre de 2022 (rec. n.º 2953/2021). Este tribunal ha confirmado el pronunciamiento de la Audiencia Nacional y ha establecido como doctrina que los titulares de *swaps* que se liquidan en efectivo cuyo subyacente son las acciones objeto de una opa no tienen legitimación activa para recurrir las autorizaciones de la CNMV en relación con dicha oferta.

Desde una perspectiva de regulación sectorial, el Tribunal Supremo analiza la normativa de mercado de valores y su relación con los *swaps*. Al igual que hicieron las sentencias de la Audiencia Nacional, el Tribunal Supremo constató que ni el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores<sup>5</sup> entonces vigente (similar en este punto a la LMV; "TRLMV") ni el Real Decreto 1066/2007 al regular las opas incluye entre sus destinatarios a los titulares de *swaps*. No obstante, reconoce que esta figura no es extraña a la normativa reguladora del mercado de valores. Así, el Anexo del TRLMV en su apartado d) los contempla. También el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, que transpone al ordenamiento jurídico español las obligaciones de transparencia de información relativa a entidades cotizadas impone ciertas obligaciones de transparencia para con la CNMV. No obstante, estas obligaciones, indica el Tribunal, "*de ninguna manera implica una equiparación de los swaps a las acciones*", en tanto lo que se persigue es que los *swaps*, ya sean liquidables en efectivo o no (como en el caso), no fuesen utilizados para adquirir en secreto acciones de las sociedades que pudieran dar lugar a situaciones de abuso de mercado o que se reflejara una imagen falsa y engañosa de la titularidad económica de las empresas.

Desde una perspectiva procesal, el Tribunal Supremo señala que en el ámbito de la legitimación debe desplegar en su máxima eficacia el principio *pro actione* tratando de evitar que meros formalismos o entendimientos no razonables de las normas procesales impidan enjuiciamientos del fondo del asunto. Sin embargo, la constatación del interés legítimo del artículo 19 de la LJCA debe hacerse con carácter casuístico realizando un análisis concreto de la relación entre el recurrente y la pretensión. En esa línea, el Tribunal Supremo indica que el artículo 19 de la LJCA deberá interpretarse a la luz de las normas sectoriales que regula la materia a la que se refiere el debate.

Conjugando estas dos perspectivas, el Tribunal Supremo resolvió el asunto.

---

5 Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, antecedente inmediato de la Ley 6/2023.

Según exponía el Tribunal Supremo, el interés económico del recurrente no derivaba de la relación jurídica entre los elementos subjetivos de la opa (en este caso, Tasty Bidco, accionistas de Telepizza y la CNMV), sino que derivaba de su *swap*, el cual es un acuerdo privado ajeno a la oferta. Esto es, el interés que se alegaba no era consecuencia de la opa, sino que tenía su origen en el contrato privado firmado en el que ambas partes habían acordado vincular el montante de las prestaciones a la evolución de un valor de referencia. Al ser exógeno a la opa, el titular del *swap* no puede estar legitimado para impugnar una oferta a la que no había sido (ni debía ser) llamado.

En esa línea, el Tribunal Supremo indica que, de reconocer lo contrario, se estaría desdoblado el número de sujetos legitimados para recurrir, lo que puede conllevar posicionamientos contrapuestos, en tanto que accionistas y contrapartes en *swaps* pueden tener distintos intereses. De esa manera, se podría llegar incluso a falsear la sintonía entre accionistas y sociedad oferente, pudiéndose dar el caso en el que una opa que es aceptada por todos los accionistas pudiese ser anulada por alguien ajeno a ella. Esta cuestión se agravaría aún más cuando el valor subyacente de los *swaps* no fuera un título concreto, sino un conjunto de valores o un determinado índice bursátil. De aceptarse la legitimación en tales casos, *"llevaría a reconocer al titular del swap legitimación para impugnar en vía judicial toda clase de incidencias o vicisitudes referidas a cualquiera de los valores integrantes del grupo índice tomado como referencia, por la sola razón de que pudiera resultar afectada su inversión"*, indica el Alto Tribunal. Ello llevaría a reconocer una suerte de legitimación universal a quienes suscriben *swaps* frente a las autorizaciones de la CNMV.

Por ello, el Tribunal Supremo respondió a la cuestión de interés casacional objetivo de la siguiente forma: *"Los titulares de swaps que se liquidan en efectivo y que no dan acceso a la titularidad de las acciones (valor subyacente) carecen de legitimación para impugnar ante la Jurisdicción Contencioso-Administrativa la resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que autoriza una oferta pública de adquisición de las acciones a las que viene referido el derivado financiero"*.

El pronunciamiento del Tribunal Supremo supone así una definición del ámbito del interés legítimo en materia de opas, poniendo límites a su impugnación en la vía contencioso-administrativa. Así, excluye de esta vía impugnatoria a aquellos que disponen de *swaps* referenciados a las acciones de la sociedad objeto de la oferta. De esa forma, el pronunciamiento se aparta, en este ámbito, de la interpretación expansiva que la jurisprudencia da del concepto de interés legítimo.

## 4. Relevancia de la cotización de la compañía opada. La Sentencia de la Audiencia Nacional de 20 de mayo de 2022 relativa a la opa realizada sobre Natra

---

Dentro de la litigiosidad reciente acaecida en España en relación con las opas, se encuentra el caso de la oferta lanzada por la entidad World Confectionery Group, S.à.r.l. ("WCG") sobre la compañía chocolatera Natra, S.A. ("Natra"). Sobre este asunto, la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional dictó sentencia desestimatoria con fecha 20 de mayo de 2022 (rec. n.º 1663/2019). Posteriormente, el Auto del Tribunal Supremo de 23 de marzo de 2023, dictado en el recurso de casación n.º 5893/2022, inadmitió el recurso de casación preparado contra la anterior

sentencia, confirmando así de manera firme la declaración de que la actuación del supervisor del mercado de valores fue conforme a Derecho.

La opa de WCG sobre la chocolatera Natra había sido voluntaria, presentada el día 1 de febrero de 2019 y con las siguientes características. La oferta se dirigía al 100 % del capital social de la compañía y tenía un precio fijado en 1 euro por acción y 1.000 euros por obligación convertible. Sin perjuicio de su carácter voluntario, tal y como se recoge en la Sentencia de la Audiencia Nacional de 20 de mayo de 2022, era una oferta cuyo precio estaba justificado en el folleto explicativo de acuerdo con los criterios de valoración establecidos a efectos de la exclusión de la negociación de las acciones de Natra de las bolsas de valores donde cotizaba. Todo ello, con base en los artículos 9 y 10 del Real Decreto 1066/2007. La opa fue autorizada por la CNMV mediante Acuerdo de 12 de junio de 2019.

El caso resuelto en las resoluciones judiciales que comentamos en este epígrafe trae causa del recurso contencioso-administrativo interpuesto por un grupo de accionistas minoritarios, que acudieron a esa vía judicial alegando, en síntesis, que la valoración de la compañía en la que se basaba la opa estaría alejada de la realidad. Concretamente, los recurrentes planteaban que la valoración aportada por el oferente habría incurrido en determinados errores que, de corregirse, habrían situado el valor de la acción en 1,66 euros (es decir, un 67,6 % superior al precio de la oferta). Como hemos indicado, este recurso contencioso-administrativo fue desestimado por la Sentencia de la Audiencia Nacional de 20 de mayo de 2022, que ha devenido firme tras inadmitirse el recurso de casación preparado contra ella por falta de interés casacional objetivo. Por tanto, el interés del caso radica en las razones que la Audiencia Nacional expone para confirmar la legalidad de la actuación administrativa supervisora.

En primer término, la Audiencia Nacional destaca un conjunto de hechos que sirven para enmarcar la fundamentación jurídica de la sentencia por la que se rechaza que la valoración de la compañía fuese errónea:

- i. Según se desprende de la sentencia citada, la opa alcanzó un resultado positivo de más del 90,26 % de la masa accionarial, lo que dio lugar a la aplicación del mecanismo de venta forzosa o *squeeze-out* sobre la parte restante del capital social (art. 136 del TRLMV, aplicable a dicha opa y artículo 116 de la vigente LMV).
- ii. La compañía opada se había encontrado en una situación preconcursal en 2015. El concurso de acreedores se había evitado mediante la emisión de obligaciones convertibles en acciones que fueron adquiridas por sus acreedores como compensación de sus créditos.
- iii. Destaca también la Audiencia Nacional que los accionistas con mayor conocimiento de la entidad o inversores profesionales aceptaron la opa y vendieron en ella sus acciones y que no se presentó ninguna opa competidora. Esos hechos llevan a la Sala sentenciadora a considerar que, *"siendo la diferencia de precio de la OPA tan abultada con respecto al potencial valor que la demanda le atribuye, no se alcanza a comprender que ni un solo accionista profesional rechazase la oferta o que otras entidades considerasen formular una OPA competidora"*.

Con ese contexto, la Audiencia Nacional analiza los motivos impugnatorios que los accionistas minoritarios habían formulado. Además de la ya referida crítica a la valoración de la compañía, según el relato de la Audiencia Nacional se había alegado lo siguiente: *"La parte recurrente alega, además, tres circunstancias que, a su juicio, también determinarían la anulabilidad del acuerdo impugnado, invocando al efecto el artículo 48 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas. Esas tres circunstancias son la presunta existencia de un conflicto de interés ínsito en la asesoría simultánea de HOULIHAN LOKEY a NATRA y a BYBROOK, titular de obligaciones convertibles de NATRA. La información privilegiada con la que presuntamente contaba WCG al conocer el Plan Estratégico de NATRA con anterioridad al mercado. Y el presunto conflicto de interés en el que pudo incurrir [el] presidente del Consejo de la CNMV, como consecuencia del hecho de que su hermano, [...], era secretario del Consejo de Administración de la entidad ALANTRA"* (FJ 2.º).

Pasamos a exponer de qué manera resuelve la Audiencia Nacional cada uno de los motivos impugnatorios.

En lo que se refiere a la *"valoración de la compañía y los alegados errores esgrimidos por los accionistas minoritarios"*, ya hemos indicado cómo la Audiencia Nacional consideraba relevante que la opa hubiera alcanzado un porcentaje de aceptación tan alto como para dar lugar al *squeeze-out*, que todos los inversores profesionales hubieran aceptado la oferta y que no hubieran aparecido ofertas competidoras.

Entrando en concreto en las metodologías de valoración, la sentencia que comentamos considera como factor decisivo para concluir que el precio de la opa estaba correctamente justificado, el hecho de que la cotización de la compañía se había mantenido durante largo tiempo por debajo de dicho precio. Analizando el informe pericial que habían aportado los accionistas minoritarios, la sentencia declara lo siguiente: *"Es el informe de RHO Finanzas el que omitió tomar en consideración el hecho de que la evolución de la cotización de la acción de NATRA en los dos años anteriores a la OPA no había alcanzado el precio de cotización ofrecido, y es lo cierto y averiguado que el valor de cotización es, salvo razones objetivas o técnicas que permitan considerar el método inapropiado total o parcialmente, uno de los métodos de valoración más apropiados en el caso de entidades cotizadas. La metodología de la cotización media ponderada es válida y aporta una referencia de mercado del valor de las acciones de Natra a 3/12/2018 [...] La realidad, tal como señalaba el informe de la DGM por el que se autorizó la OPA, es que la acción de Natra no alcanzó nunca en los dos años anteriores a la OPA el precio de un euro ofrecido en la misma"*.

En otro pasaje ulterior, la Audiencia Nacional entra a analizar algunos de los métodos propuestos por la prueba pericial presentada por los minoritarios para descartar que existieran términos de comparación válidos para rechazar la conclusión inicialmente alcanzada sobre la corrección de la valoración en que se apoyó la opa: *"El informe RHO se centra en la metodología de valoración de descuento de flujos de caja (DFC), y en pretendidos errores de la valoración de Arcano aportada por el oferente y en otros métodos que apuntan a una valoración muy superior, en concreto, a los métodos de múltiplos de entidades y transacciones comparables. El propio informe en el que se apoya la demanda reconoce que no son ni compañías ni transacción (en singular, porque se trata de una única transacción) comparables"*.

En resumen, si se tienen en cuenta los distintos factores considerados por la Audiencia Nacional, puede extraerse como síntesis la siguiente. El precio de la oferta se considera suficientemente justificado a los efectos de la intención expresada por el oferente de excluir las acciones de cotización, en atención a que (i) el precio de la oferta estaba por encima de la cotización media de la compañía en los dos años anteriores; (ii) la conducta desplegada por los inversores profesionales consistente en aceptar la oferta evidenciaba que el precio resultaba atractivo para aquellos que, por sus mayores conocimientos y experiencia, habrían podido analizar más detenidamente la valoración; (iii) no se habían producido ofertas competidoras, lo que es evidencia nuevamente de que el precio que se ofrecía era ya difícilmente mejorable en términos de mercado; (iv) la amplia aceptación de la oferta por el capital social ponía también de manifiesto el carácter atractivo del precio; y (v) no existía ningún elemento de juicio para cuestionar el informe de valoración aportado por el oferente.

A continuación, la sentencia aborda el resto de los motivos expuestos por los recurrentes. Posiblemente por su carácter más apegado a las circunstancias del caso concreto, se trate de aspectos con menor proyección doctrinal. Sin perjuicio de ello, la sentencia de la Audiencia Nacional constata que no existía base para apreciar que se hubiera producido ninguna irregularidad en términos de acceso a la información por parte del oferente: *"No aparece acreditado que el Consejo de Administración de NATRA, ocultase su Plan Estratégico al mercado hasta que la OPA de WCG se hubiera hecho pública, impidiendo con ello un aumento del precio de la acción"*. Y concluye que no se produjo ninguna de las situaciones de conflicto de intereses que habían sido alegadas en el recurso:

*"En cuanto a la alegación relativa a la presunta existencia de un conflicto de interés ínsito en la asesoría simultánea de HOULIHAN LOKEY a NATRA y a BYBROOK (titular de obligaciones convertibles de NATRA) no consta que HOULIHAN LOKEY fue asesora de WCG, sociedad oferente y tampoco asesoró de manera simultánea a BYBROOK y a NATRA.*

*Y respecto de [...] el presunto conflicto de interés en el que pudo incurrir [el] presidente del Consejo de la CNMV, como consecuencia del hecho de que su hermano, [...], era secretario del Consejo de Administración de la entidad ALANTRA, tales alegaciones carecen de virtualidad anulatoria"*.

Destaca, en consecuencia, lo que hemos reseñado anteriormente acerca de la valoración de la compañía y la relevancia que el conjunto de factores confluyentes en torno al precio sirve a la Sala para llevar a cabo el análisis de las pruebas periciales que se habían sometido a su consideración. Dentro del alcance de las reglas de la sana crítica que informan las reglas de la valoración de la prueba, la situación del mercado, la evolución de la cotización y la actuación de inversores profesionales termina siendo crucial en el caso examinado para rechazar que la compañía estuviera infravalorada en el contexto de la opa formulada.



## 5. ¿Opas en caso de calamidad? Una breve referencia a las opas en tiempos del COVID-19

Finalmente, dentro de la diversidad de casuísticas producidas acerca de las opas formuladas, interesa referirse a la opa que la entidad Lorca Telecom Bidco, S.A.U. ("Lorca") lanzó sobre la compañía de telecomunicaciones Másmóvil Ibercom, S.A. ("Másmóvil").

La característica más relevante de esta opa se refiere al momento en el que fue formulada. De acuerdo con la información pública disponible en la CNMV<sup>6</sup>, esta oferta se presentó el 1 de junio de 2020, fecha en la que los efectos de la pandemia producida por el COVID-19 se encontraban en su máxima expresión.

Esa circunstancia temporal determinó la aplicación al caso del régimen previsto en el TRLMV para los casos en que la cotización o valoración de la compañía pudiera estar afectada por algún supuesto "calamitoso". El art. 137.2 del TRLMV (artículo 117.2 de la vigente LMV) se refiere a esas situaciones del siguiente modo:

*"Cuando dentro de los dos años anteriores al anuncio relativo a la oferta concorra alguna de las circunstancias señaladas en el apartado tercero siguiente, el oferente deberá aportar un informe de experto independiente sobre los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio ofrecido, entre los que se incluirán el valor medio del mercado en un determinado período, el valor liquidativo de la sociedad, el valor de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta, el valor teórico contable de la sociedad y otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados que, en todo caso, aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas.*

*En el informe se justificará la relevancia respectiva de cada uno de los métodos empleados en la valoración. El precio ofrecido no podrá ser inferior al mayor entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 130 y el que resulte de tomar en cuenta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el informe.*

*Asimismo, si la oferta se formulara como canje de valores, además de lo anterior, se deberá incluir, al menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido.*

*Con la finalidad de que la oferta se adecue a lo dispuesto en este apartado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá adaptar el procedimiento administrativo, ampliando los plazos en la medida necesaria y requiriendo las informaciones y documentos que juzgue convenientes".*

Dentro de las circunstancias excepcionales a que se refiere el precepto, destaca a los efectos de este caso la prevista en el apartado b) del art. 137.3, según el cual se aplicará el art. 137.2 cuando "los precios de mercado, en general, o de la sociedad afectada en particular, se hayan visto afecta-

<sup>6</sup> <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Folletos/OPA.aspx?numreg=402>.

*dos por acontecimientos excepcionales tales como por catástrofes naturales, situaciones de guerra o calamidad u otras derivadas de fuerza mayor". Cabe entender que la enumeración de esos acontecimientos excepcionales tiene el carácter de *numerus apertus*. De ahí que, en el caso concreto, y según consta en el folleto de la opa, se entendiera de aplicación el mecanismo indicado a la vista de la situación generada por la pandemia. Como consecuencia de ello, el precio de la oferta hubo de venir justificado por un informe de experto independiente que, de acuerdo con las metodologías previstas en la norma, soportase el precio de la opa.*

La aplicación de esa norma, prevista para situaciones excepcionales, dio, por tanto, una nueva actualidad a un precepto cuya aplicación práctica había sido escasa (como es lógico tratándose de una norma excepcional). La regulación que contenía el art. 137.2 del TRLMV (y hoy el art. 117.2 LMV) se introdujo en el ordenamiento jurídico español en virtud de la disposición adicional 2.<sup>a</sup>, apartado 2, de la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de obligaciones en fusiones y escisiones de sociedades de capital. Esta Ley modificó el entonces art. 61 de la Ley del Mercado de Valores de 1988 (Ley 24/1988, de 28 de julio) e introdujo el apartado que hoy constituye el art. 137.2 del TRLMV.

¿Cuál era el contexto económico de 2012? Se ha venido entendiendo que el hecho determinante de aquella reforma del ordenamiento español lo desencadenó la expropiación por la República Argentina de YPF a Repsol. Un acontecimiento excepcional de esa índole podía afectar negativamente a la cotización de la compañía y enturbiar las circunstancias en que, eventualmente, pudiera producirse una opa sobre una sociedad cotizada. De ahí que el legislador quisiera, según se entendió entonces, garantizar que una hipotética opa se hiciera a un precio justo, que tuviera en cuenta, entre otras cosas, el valor razonable del negocio nacionalizado por el que debería ser indemnizado Repsol (como finalmente sucedió años después, al acordar Repsol y el Gobierno argentino el justiprecio de YPF).

Por ese motivo, el art. 137.2 del TRLMV no hace otra cosa sino establecer un régimen muy similar en cuanto a las reglas de valoración que el que se aplica para las opas de exclusión (art. 10.5 del Real Decreto 1066/2007) y también para las opas obligatorias a precio equitativo cuando el oferente o las personas con él concertadas no hayan adquirido previamente acciones de la sociedad afectada (art. 9.3 del Real Decreto 1066/2007).

Así pues, como elementos característicos del régimen del art. 137.2 del TRLMV, se pueden extraer los siguientes:

- i. A pesar de que se sigue estando en el ámbito de las opas voluntarias, en este caso el precio a ofrecer se encuentra intervenido. Es decir, no se restringe la autonomía de la voluntad del oferente en cuanto a la decisión de formular la oferta. El oferente sigue siendo libre de formular la oferta o no formularla. Solo se interviene el precio al que se formula y se establece una condición para la autorización de la oferta que, en su caso, se presente. Dicho de otro modo, en este caso se añade un elemento reglado más a las condiciones de autorización: que el precio se haya calculado en el modo legalmente previsto. Si no se cumple ese elemento reglado, la autorización solicitada debería denegarse (no pudiendo, en cambio, la CNMV obligar al oferente a formular la oferta a un precio distinto o superior a aquel al que este pretendiera hacerlo).

- ii. El oferente debe presentar un informe que ha de cumplir dos requisitos: el informe debe estar elaborado por un “experto independiente” y tiene que justificar los métodos y criterios de valoración aplicados para la determinación del precio ofrecido.
- iii. Los métodos que deben aplicarse en ese informe son los siguientes: *“El valor medio del mercado en un determinado período, el valor liquidativo de la sociedad, el valor de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta, el valor teórico contable de la sociedad y otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados que, en todo caso, aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas”*. Estos métodos son muy similares a los previstos en el art. 10.5 del Real Decreto 1066/2007 para el caso de las opas de exclusión, ya vistos en el primer epígrafe de este artículo.
- iv. El informe, como en el de opas de exclusión, tiene que justificar la respectiva relevancia de cada método; esto es, se trata de justificar qué método es más adecuado frente a otros en función de las circunstancias concurrentes y el criterio técnico del experto en cuestión. No se trata de arrojar acriticamente datos en función de cualesquiera métodos —puesto que tal proceder sería arbitrario—, sino de analizar y precisar cuál es el que mejor responde a las particularidades del caso (cuál es el más relevante, de manera justificada).
- v. A partir de lo anterior, el precio al que se formule la opa será autorizable si no resulta inferior al mayor entre (i) el precio equitativo al que se refiere el art. 130 TRLMV (artículo 110 de la vigente LMV), que es el precio *“más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta”* (art. 9.5 del Real Decreto 1066/2007), y (ii) el que resulte de tomar en cuenta, con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el informe del experto independiente.

En otras palabras, la normativa establece un régimen similar al previsto para la valoración de las empresas cuando se trata de determinar el precio de las opas de exclusión o cuando debe aplicarse el método de determinación de precio equitativo por no existir operaciones anteriores del oferente. La norma no pretende establecer una valoración de la compañía haciendo abstracción de las circunstancias excepcionales que hayan podido afectar a su cotización, sino que se busca que el precio que se ofrezca sea el adecuado de conformidad con los métodos de valoración de empresas que la propia norma reputa fiables. Se trata de evitar que el precio sea un precio oportunista en un escenario de circunstancias excepcionales. Pero no se pretende que el oferente deba formular la opa a un precio irreal que no tenga en cuenta las circunstancias concurrentes.

Los efectos de un acontecimiento excepcional (como pudiera ser la pandemia) pueden ser muy distintos en función de la compañía de que se trate. Pueden ser muy negativos para una compañía aérea o pueden ser muy positivos para una compañía farmacéutica que elabore o comercialice la vacuna frente al COVID-19. De ahí que la norma busque que se haga una valoración por métodos fiables para garantizar que la decisión de los accionistas a quienes se dirige la oferta esté suficientemente informada.

El caso de la opa de Lorca sobre Más Móvil ha dado lugar también a que se inicien procedimientos judiciales<sup>7</sup>, si bien a la fecha de este trabajo no existen aún sentencias o resoluciones judiciales que hayan establecido doctrina o jurisprudencia sobre las consideraciones que hemos hecho anteriormente.

---

7 <https://www.europapress.es/economia/noticia-fondo-polygon-recurre-audiencia-nacional-autorizacion-cnmv-opa-masmovil-20201002111807.html>.