

**SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO DE 7 DE MAYO DE 2024**

**Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª**

**Recurso núm.:** 3774/2022  
**Ponente:** D. José María del Riego Valledor  
**Acto impugnado:** Sentencia de la Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección Tercera, de 10 de marzo de 2022  
**Fallo:** Desestimatorio

En Madrid, a 7 de mayo de 2024.

Esta Sala ha visto el recurso de casación número 3774/2022 interpuesto por Polygon Global Partners LLP, representada por la Procuradora de los Tribunales D<sup>a</sup>. MMR y defendida por D. ESE y D. SRB, contra la sentencia de 10 de marzo de 2022, dictada por la Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional, en el recurso 1063/2019, en el que han intervenido como partes recurridas la Administración del Estado, representada y defendida por el abogado del Estado, Tasty Bidco S.L.U., representada por el Procurador de los Tribunales D. JBM, con la asistencia letrada de D. MVF y Food Delivery Brands Group S.A. (antes Telepizza Group S.A.) representada por la Procuradora de los Tribunales D<sup>a</sup>. SVS, con la asistencia letrada de D. ARS.

Ha sido ponente el Excmo. Sr. D. José María del Riego Valledor.

### ANTECEDENTES DE HECHO

**PRIMERO.-** La Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional dictó sentencia el 10 de marzo de 2022, con los siguientes pronunciamientos en su parte dispositiva:

*«Que declaramos la inadmisibilidad del presente recurso, interpuesto por POLYGON GLOBAL PARTNERS LLP.*

*Condenamos a la parte recurrente al pago de las costas.»*

**SEGUNDO.-** Notificada la sentencia, se presentó escrito por la representación procesal de Polygon Global Partners LLP, manifestando su intención de interponer recurso de casación, y la Sala de instancia, por auto de 5 de mayo de 2022, tuvo por preparado el recurso, con emplazamiento de las partes ante esta Sala del Tribunal Supremo.

**TERCERO.-** Recibidas las actuaciones en este Tribunal, la Sección 1<sup>a</sup> de esta Sala Tercera dictó auto de admisión a trámite del recurso de casación con los siguientes pronunciamientos en lo que ahora interesa:

*«1.º) Admitir el recurso de casación n.º 3774/2022 preparado por la representación procesal de Polygon Global Partners, LLP contra la sentencia de 10 de marzo de 2022, dictada por la Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-administrativo de la Audiencia Nacional en el recurso n.º 1063/2019.*

*2.º) Declarar que la cuestión planteada en el recurso que presenta interés casacional objetivo para la formación de la jurisprudencia consiste en determinar si están legitimados activamente los titulares de swaps para impugnar ante la jurisdicción la autorización de OPAS cuando dichos swaps están vinculados a las acciones objeto de la operación.*

*3.º) Identificar como normas jurídicas que en principio serán objeto de interpretación, los artículos 19.1.a) LJCA y 3.2 y 10.2 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, en relación con los artículos 9.3 y 24 CE; sin perjuicio de que la sentencia haya de extenderse a otras si así lo exigiere el debate finalmente trabado en el recurso».*

**CUARTO.-** La representación procesal de Polygon Global Partners LLP (Polygon) presentó, con fecha 21 de noviembre de 2022, escrito de interposición del recurso de casación, en el que alegó, en resumen:

1.- a presentación en plazo del escrito de interposición del recurso, al amparo del artículo 128 de la LJCA.

2.- En cuanto al fondo del asunto, señala la recurrente que la cuestión que se plantea en el recurso, con arreglo a lo acordado en el auto de admisión a trámite, consiste en determinar si los titulares de *swaps* están legitimados activamente para impugnar ante la jurisdicción la autorización de OPAS, cuando dichos *swaps* están vinculados a las acciones objeto de la operación.

3.- Hace referencia seguidamente la parte recurrente a la sentencia de instancia de la Audiencia Nacional, que inadmitió el recurso contencioso administrativo 1063/2019, interpuesto por Polygon contra la autorización por la CNMV de la OPA voluntaria de Tasty Bidco sobre Telepizza, que se fundamentó en dos argumentos principales: la falta de capacidad procesal de Polygon para representar a los fondos que dice representar y el hecho de que Polygon y sus fondos no era accionistas de Telepizza y los *swaps* se liquidaban en dinero y no mediante la entrega de las acciones subyacentes, a lo que añade que los *swaps* son contratos aleatorios y que Polygon los contrató después de anunciarse la OPA y sus condiciones, entre ellas el hecho de que iría seguida de la exclusión de cotización y el precio ofrecido, por lo que Polygon conocía los riesgos y los aceptó.

Tras unas indicaciones sobre el significado del negocio que hoy se conoce como *equity swap* o *swap* sobre acciones o contrato de permuta financiera sobre acciones, señala que en este contrato se produce una separación entre el dominio directo y el dominio útil de las acciones, de forma que los bancos conservan el dominio directo o nuda propiedad y los derechos políticos y Polygon el dominio útil, es decir, los rendimientos, dividendos o plusvalías o pérdidas de las acciones.

La anterior consideración afecta a la legitimación de Polygon, que se reconoce por el artículo 19.1 de la LJCA a quienes ostenten un derecho o interés legítimo que, de acuerdo con una jurisprudencia sobradamente conocida de este Tribunal, debe concretarse en un perjuicio actual o futuro, pero cierto, que el acto administrativo recurrido cause al recurrente. En este sentido, la sentencia de instancia reconoce que la aprobación de la OPA sobre las acciones de Telepizza repercute en la esfera de los intereses de Polygon, pero le niega legitimación porque ese interés surge de las relaciones privadas entre Polygon y los bancos, y no son accionistas, ni podían serlo, porque los *swaps* se liquidaban en dinero y no mediante la entrega de las acciones de Telepizza.

Considera la parte recurrente que limitar la legitimación a los titulares de los derechos políticos y negársela a los titulares de los derechos económicos restringe injustificadamente el concepto amplio de interés legítimo acuñado por la jurisprudencia para reconocer legitimación para actuar ante la jurisdicción contencioso-administrativa.

Indica también la parte recurrente que el perjuicio se produce tanto si el *swap* se liquida en dinero como si se liquida mediante la entrega de las acciones.

Añade la parte recurrente que las normas que rigen las OPAs sitúan a los titulares de *swaps* al mismo nivel que los propios accionistas, en cuanto al porcentaje de control que obliga a lanzar una OPA, de acuerdo con los artículos 4 y 5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Asimismo, el artículo 24.2.b) del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la LMV, dispone que estarán sometidos a la obligación de comunicar a la CNMV, en los mismos términos que los accionistas, y de la Circular 2/2022, de 26 de mayo, de la CNMV, que aprueba los modelos para notificar las participaciones significativas, resulta que es indiferente que el instrumento *equity swap* se liquide en efectivo o mediante la entrega de acciones.

4.- Expone la parte recurrente que la sentencia de instancia se apoya en el carácter aleatorio de los contratos de *swaps* como argumento adicional para negar la legitimación a Polygon, reproduciendo unos pasajes de la previa sentencia dictada por la Sala de instancia el 25 de febrero de 2022, que a su vez citan diversas sentencias de la Sala Primera de este Tribunal Supremo, si bien advierte que en ninguna de las sentencias citadas se plantea cuestión alguna sobre la legitimación.

5.- La parte recurrente efectúa unas referencias a los argumentos desarrollados por esta Sala en la sentencia 1232/2022, de 3 de octubre (casación 2953/2021), que desestimó el previo recurso de casación interpuesto por Polygon contra la sentencia de la Sala de lo Contencioso-administrativo de la Audiencia Nacional, de fecha 25 de febrero de 2022 que, en su opinión, contraviene la amplitud con la que se ha venido interpretando, tanto por la jurisprudencia como por la doctrina constitucional, el instituto procesal de la legitimación activa en el ámbito de la jurisdicción, superando la fase del derecho o interés directamente vulnerados para llegar a la legitimación por afcción, de más amplio espectro, de los intereses legítimos de una persona.

La sentencia de esta Sala a que se acaba de hacer referencia reconoce que Polygon tiene un interés económico en la evolución del valor subyacente (en nuestro caso, acciones de Telepizza), en la medida en que va a incidir en el resultado de su inversión, es decir, reconoce que la OPA en cuestión afecta, de uno u otro modo, a su esfera particular y sin embargo, a pesar de ello, la sentencia crea una distinción novedosa para excluir la presencia de ese interés legítimo que resulta tan evidente: el interés económico en el resultado de la operación controvertida tiene su origen en un contrato privado, siendo esta la primera vez que este Tribunal restringe el amplio y garantista ámbito de la legitimación activa en función del origen del derecho o interés afectado por la actividad administrativa controvertida, cuando lo importante hasta ahora era si el derecho o interés existía y si la actuación pública impugnada disponía de virtualidad para afectarle, siendo indiferente la naturaleza contractual pública o privada de dicho derecho o interés, con cita en este punto de la STS 417/2021, de 23 de marzo (casación 5585/2019).

Considera la parte recurrente más sorprendente si cabe el argumento de cierre referido al riesgo de reconocimiento de una legitimación universal, para el caso de que se estimara la legitimación activa de Polygon para impugnar una OPA como titular de *swaps*, cuando, en su opinión, el reconocimiento a Polygon del derecho a pedir la revisión por esta jurisdicción de los acuerdos de la CNMV en la OPA de Telepizza no conlleva desdibujar o hacer perder el sentido y finalidad del instituto de la legitimación *ad causam*, configurando una especie de acción popular en materia de OPAS.

6.- La parte recurrente, con arreglo a lo argumentado, considera que la respuesta a la cuestión de interés casacional suscitada en este recurso debe ser que los titulares de *swaps* están legitimados activamente para impugnar ante la jurisdicción la autorización de OPAS cuando dichos *swaps* están vinculados a las acciones objeto de la operación.

Concluyó la parte recurrente solicitando a la Sala, previa la admisión del escrito de interposición y los demás trámites legales, dicte sentencia que:

i) Estime el recurso y declare como doctrina de interés casacional la que ha expuesto en el apartado nº 6 de su escrito de interposición, a la que acabamos de hacer referencia.

ii) Declare haber lugar al recurso de casación, reconociendo la legitimación activa de la parte recurrente en el recurso de instancia, casando y anulando la sentencia objeto del recurso.

iii) Consecuentemente, ordene que se retrotraigan las actuaciones al momento inmediatamente anterior a dictar sentencia en el recurso 1063/2019, para que la Sala de instancia, con desestimación de la causa de inadmisibilidad de falta de legitimación activa de la recurrente, se pronuncie sobre el fondo de la cuestión deducida.

iv) No imponga las costas procesales devengadas en esta casación.

**QUINTO.-** Se dio traslado a las partes recurridas, para que manifestaran su oposición.

1.- En dicho trámite, la representación de la Administración del Estado presentó escrito de fecha 5 de enero de 2023, en el que alegó que la sentencia impugnada motivó con precisión las razones por las que los fondos representados por la entidad gestora recurrente son meros tenedores de contratos de permuta ajenos a la OPA y, además, contra liquidación en efectivo y no mediante acciones, es decir, son inversores que especulan con un producto derivado que no se encuentran legitimados, abundando en dicha falta de legitimación que la adquisición de los productos derivados se produce con posterioridad al anuncio de la OPA.

Reiteró el abogado del Estado los argumentos que expuso en el recurso de casación 2953/2021, por entender que son plenamente aplicables al caso, en relación con: a) la ausencia de legitimación activa de la parte recurrente y la correcta aplicación del artículo 19 de la ley jurisdiccional, al carecer la parte recurrente de interés legítimo en el recurso y b) la ausencia de legitimación activa de la parte recurrente, sin que la LMV autorice la legitimación *ad causam* del recurrente.

En cuanto a las alegaciones de la parte recurrente que critican la sentencia de esta Sala de 3 de octubre de 2022, rechaza el abogado del Estado el argumento de que se genera un perjuicio cualquiera que sea el modo en el que se liquide el *swap*, con la consideración de que la forma de liquidación no es irrelevante pues la legitimación está vinculada a la condición de accionista y dicha condición solamente se habría adquirido mediante una liquidación con entrega de los títulos.

También rechaza el abogado del Estado la crítica de la parte recurrente del argumento de la sentencia de la Sala de 3 de octubre de 2022, referido al riesgo de que si se estimara el recurso se llegaría a una situación de legitimación universal, pues además de que no se trata del único argumento sobre el que se basó dicha sentencia, parece una consecuencia lógica derivada del principio de seguridad jurídica, para impedir que una institución tan sensible como la OPA pueda llegar a impugnarse por cualquier interesado.

A modo de conclusión, el abogado del Estado estimó que procede que la Sala dicte una sentencia que confirme la doctrina expresada en la sentencia de 3 de octubre de 2022 y finalizó su escrito solicitando a la Sala que dicte sentencia que fije la doctrina interesada o la similar que mejor se considere, desestime el recurso de casación y confirme la sentencia recurrida en cuanto inadmitió el recurso por falta de legitimación activa del recurrente.

2.- La representación de la mercantil Food Delivery Brands Group S.A. (antes Telepizza Group S.A.) presentó escrito de fecha 20 de enero de 2023, en el que formuló su oposición al recurso de casación, exponiendo que este recurso de casación es el segundo que presenta Polygon frente a sentencias de la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional en relación con la autorización de la OPA formulada por Tasty Bidco frente a acciones de Telepizza y su exclusión bursátil y, en ambos casos, ha repetido sus argumentos, alegando que el precio ofrecido debía haber sido superior. La Audiencia Nacional acordó inadmitir el recurso por entender que Polygon carecía de legitimación activa, al considerar que los derivados financieros no otorgan un interés legítimo para recurrir el acuerdo de la CNMV y la inadmisión fue plenamente confirmada por la sentencia de esta Sala del Tribunal Supremo, de 3 de octubre de 2022, conforme a la cual los titulares de *swaps* cuyo subyacente son acciones objeto de una OPA no tienen legitimación para recurrir las autorizaciones de la CNMV en relación con dicha oferta, y el auto de admisión a trámite de este recurso indicó que la cuestión que ahora nos ocupa es sustancialmente idéntica a la planteada en el anterior recurso en el que ha recaído la citada sentencia de 3 de octubre de 2022.

Añade que la parte recurrente admite en su escrito de interposición que la sentencia de esta Sala, de 3 de octubre de 2022, que es firme, confirmó la tesis sobre su falta de legitimación activa y, a pesar de ello, reconoce abiertamente, a continuación, que el fondo del asunto que es objeto del presente procedimiento consiste, igualmente, en determinar si los titulares de *swaps* están legitimados activamente para impugnar ante la jurisdicción contencioso administrativa la autorización de OPAS, algo que ya ha sido resuelto.

Señala esta parte recurrida que las OPAS se dirigen a los accionistas, a los titulares de derechos de suscripción y a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas, por lo que Polygon carece total y absolutamente de legitimación para impugnar una OPA a la que no ha sido llamado porque no le corresponde, ya que los *swaps* de los que era titular no eran liquidables en acciones, ni le conferían derecho alguno sobre acciones de TelepiZZA, sin que de ninguna manera quepa equiparar los *swaps* con las acciones, pues se trata de figuras claramente diferenciadas, además de que, en este caso, la recurrente adquirió los derivados posteriormente al anuncio de la OPA, conociendo el riesgo y evitando adquirir acciones de la sociedad.

No está de acuerdo con que el interés económico asociado a los *swaps* sea suficiente para ser reconocido como interesado en virtud del artículo 19.1 de la LJCA, pues como ha señalado esta Sala en la sentencia 1232/2022, de 3 de octubre, en ninguno de los preceptos que regulan esas

distintas modalidades de OPAS se contempla que la oferta pública de adquisición se dirija a los titulares de *swaps*, sino que disponen dichos preceptos que la oferta se dirija a los titulares de acciones de la sociedad cotizada, así como a los titulares de derechos de suscripción y a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas.

Añade la parte recurrida que una OPA es una relación privada entre el oferente y los destinatarios de la oferta y, por ello, no cabe en modo alguno reconocer legitimación activa a un mero gestor de fondos como es Polygon.

De acuerdo con lo expuesto, la representación de la mercantil Food Delivery Brands Group S.A. (antes Telepizza Group S.A.) solicitó a la Sala que dicte sentencia que acuerde la íntegra desestimación del recurso de casación, con imposición de costas al recurrente.

3.- La representación de Tasty Bidco S.L.U. formuló su oposición al recurso de casación por escrito de fecha 20 de enero de 2023, indicando que nos encontramos ante el segundo recurso de Polygon frente a sentencias de la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional de inadmisión de sus recursos frente a actos administrativos de la CNMV en el marco de la autorización de la OPA formulada por Tasty Bidco sobre las acciones de Telepizza y su posterior exclusión de cotización, y esta Sala ya ha dictado la sentencia 1232/2022, de 3 de octubre, en el recurso de casación frente a la sentencia que inadmitió el recurso contra el acuerdo de la CNMV que autorizó la exclusión de las acciones de Telepizza.

La citada sentencia 1232/2022 mantuvo el criterio de que los titulares de *swaps* cuyo subyacente sean las acciones de una OPA no tienen legitimación activa para recurrir las autorizaciones de la CNMV en relación con dicha oferta y la parte recurrida entiende que lo expuesto en dicha sentencia es plenamente aplicable en este caso, que debe resolverse en el mismo sentido por razones de unidad de criterio y de igualdad en la aplicación de la ley por los órganos jurisdiccionales, sin que ninguna razón asista a la parte recurrente para que se dicte una resolución distinta.

La parte recurrida rechaza que el mero interés económico asociado a los *swaps* sea suficiente para reconocer a su titular como interesado en virtud del artículo 19.1 LJCA, pues dicho precepto debe interpretarse a la luz de las normas sectoriales que regulen la materia a la que se refiere el debate, y de acuerdo con los artículos 3.2 y 10.2 del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, las OPAS van dirigidas a los accionistas, así como a los titulares de derechos de suscripción y a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas, pudiendo dirigirse a aquellos que también dispongan de *warrants* o de otros valores que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, pero esta Sala, al constatar que los contratos de *swap* suscritos por Polygon se encontraban extramuros de la relación jurídica entablada en la OPA y de los actos dictados por la CNMV, entendió que no se encontraba legitimada para entablar la acción.

Señala igualmente la parte recurrida que la legitimación que pretende Polygon, de reconocerse, llevaría al absurdo que ya destacó esta Sala: su contraparte en el *swap*, único titular de las acciones, no recurre la autorización de la OPA y él, sin embargo, sin derecho alguno sobre las acciones, la recurre a lo que añade que lo sorprendente no es la referencia que hace la sentencia de esta Sala al riesgo de reconocimiento de una legitimación universal para el caso de que se estimara la

legitimación para impugnar una OPA al titular de *swaps*, sino la tesis de la recurrente, pues si el *swap* se referencia a la cotización de un índice bursátil se podría impugnar cualquier OPA dirigida a cualquiera de las sociedades cotizadas en esos mercados regulados, como por ejemplo el IBEX 35 español, el Nasdaq USA, el DAX alemán o el CAC 40 francés.

Considera la parte recurrida que el interés económico afectado no es suficiente a estos efectos, porque la normativa que habilita la intervención pública restringe su intervención y el régimen de protección se confiere a los accionistas, como titulares de la relación jurídica que implica la OPA (compraventa de acciones), mientras que la otra relación jurídica, la del *swap*, es ajena a la anterior, por más que esté referenciada en función del precio de las acciones de una entidad cotizada.

Rechaza también la parte recurrida el argumento relativo a que la normativa de las OPAS no es extraña a los *swaps*.

También alega que la protección concreta al accionista en una OPA de exclusión en ningún caso encaja con la posición del titular de un *swap*, y menos todavía con uno que, como es el caso, es contratado con posterioridad al anuncio de la OPA, pues en las OPAS de exclusión la finalidad de la oferta pública es que se compense la pérdida de liquidez que la salida de cotización supone a los accionistas, mientras que el titular de un *swap*, a diferencia de un accionista, siempre puede liquidar su derivado financiero, en efectivo o en acciones, sin pérdida de liquidez. Además, si como en el caso de la recurrente contrató el *swap* con posterioridad al anuncio de la OPA en la que se señalaba el precio de la misma y la voluntad de excluirla de cotización, carece de justificación alguna que pretenda verse compensado por esta causa ya que, a diferencia de los accionistas, la expectativa de que la entidad siguiese cotizando no existía cuando contrató el *swap* y, por esta razón, la sentencia recurrida recuerda acertadamente que la recurrente adquirió sus derivados con posterioridad al anuncio de la OPA, de suerte que conocía el riesgo al que se exponía asumiéndolo.

Por todo ello, la representación de Tasty Bidco S.L.U. finalizó su escrito de oposición al recurso de casación solicitando a la Sala que acuerde su integra desestimación, con imposición de costas.

**SEXTO.-** Concluidas las actuaciones, se señaló para votación y fallo el día 23 de abril de 2024, fecha en que tal diligencia ha tenido lugar.

## FUNDAMENTOS DE DERECHO

### **PRIMERO.- La sentencia impugnada.**

Se interpone por la representación de Polygon Global Partners LLP recurso de casación contra la sentencia de 10 de marzo de 2022, dictada por la Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional, que declaró la inadmisión del recurso registrado con el número 1063/2019, interpuesto por la indicada sociedad contra el acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 28 de marzo de 2019.

En dicho acuerdo el Consejo de la CNMV autorizó la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones formulada por Tasty Bidco S.L.U. sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de Telepizza Group S.A.

## **SEGUNDO.- La cuestión de interés casacional.**

Como se ha indicado en los antecedentes de hecho de esta sentencia, la cuestión que en este recurso presenta interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia, según el auto de la Sección 1ª de esta Sala de 22 de septiembre de 2022 de admisión a trámite del recurso, consiste en determinar si están legitimados activamente los titulares de *swaps* para impugnar ante la jurisdicción la autorización de OPAS cuando dichos *swaps* están vinculados a las acciones objeto de la operación.

El propio auto de admisión a trámite de este recurso advierte en su fundamentación que la cuestión que se suscita en este recurso de casación es sustancialmente idéntica a la planteada en el recurso de casación 2953/2021, que fue admitido a trámite por auto de 10 de noviembre de 2021.

## **TERCERO.- El precedente de la Sala.**

En la OPA formulada por Tasty Bidco S.L.U. sobre las acciones de Telepizza Group S.A., la CNMC dictó dos resoluciones en lo que interesa a este recurso, la primera del Consejo, de fecha 28 de marzo de 2019, de autorización de la oferta y la segunda, del Comité Ejecutivo, de 4 de julio de 2019, de autorización de la exclusión de cotización de las acciones..

Polygon Global Partners LLP (Polygon) interpuso recurso contencioso administrativo contra los dos citados acuerdos, ante la Sección Tercera de la Sala de este orden jurisdiccional de la Audiencia Nacional, que fueron registrados con los números de recurso 1063/2019 y 1895/2019.

Cabe señalar que los dos procedimientos fueron seguidos entre las mismas partes, Polygon como demandante y el abogado del Estado, en representación de la CNMV, Tasty Bidco S.L.U. y Telepizza Group S.A. como codemandadas.

La Sección 3ª de la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional dictó sentencias de fechas de 25 de febrero de 2021 en el recurso 1895/2019 contra el acuerdo de la CNMV de exclusión y de 10 de marzo de 2022 en el recurso 1063/2019 contra el acuerdo de la CNMV de autorización de la OPA.

Ambas sentencias inadmitieron los recursos por apreciar la falta de legitimación activa de la parte recurrente y las dos sentencias fueron recurridas en casación por Polygon ante esta Sala Tercera del Tribunal Supremo.

El recurso de casación frente a la primera de las citadas sentencias de la Audiencia Nacional, que declaró la inadmisión del recurso de Polygon frente al acuerdo de exclusión, ha sido resuelto por esta Sala en la sentencia nº 1232/2022, de 3 de octubre (casación 2953/2021).

En el presente recurso de casación Polygon impugna la segunda de las citadas sentencias de la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional, que declaró la inadmisión del recurso frente al acuerdo de la CNMV de autorización de la OPA.

La sentencia ahora impugnada reproduce los razonamientos efectuados por la misma Sala de instancia en su anterior sentencia de 25 de febrero de 2021 en relación con la falta de legitimación de la parte recurrente, que acepta y hace suyos como fundamento de su decisión igualmente de inadmisión del recurso por falta de legitimación activa.

En definitiva, en nuestra precedente sentencia de 3 de octubre de 2022 nos hemos pronunciado en relación con un recurso de casación en el que intervienen las mismas partes y en la misma posición procesal que en este recurso, frente a una sentencia dictada por el mismo órgano jurisdiccional, cuya fundamentación se reproduce por la sentencia ahora impugnada, planteándose en ambos recursos de casación una cuestión de interés casacional en idénticos términos.

Por todo lo anterior, la Sala considera que debe seguir en esta sentencia nuestros precedentes razonamientos, por razones de unidad de doctrina y de igualdad en la aplicación de la ley por los órganos jurisdiccionales.

#### **CUARTO.- La posición de la Sala y la respuesta a la cuestión de interés casacional.**

1.- Los razonamientos de nuestra sentencia 1232/2022, de 3 de octubre, para sostener la falta de legitimación activa de Polygon para impugnar ante esta jurisdicción contencioso administrativa los acuerdos de la CNMV en relación con la OPA formulada por Tasty Bidco SLU sobre las acciones de Telepizza Group S.A., se agrupan en cuatro apartados en los que abordamos: i) el concepto de los *swaps* y, en particular, de los *equity swaps* o *swaps* sobre acciones cotizadas, 2) la normativa reguladora de las OPAS, 3) la jurisprudencia de esta Sala sobre la legitimación activa para interponer un recurso contencioso administrativo y 4) la falta de legitimación activa de la sociedad recurrente en el caso examinado en aquel recurso.

En cuanto a la primera cuestión sobre el concepto de *swap* o *equity swap*, en nuestra sentencia 1232/2022, de 3 de octubre, expusimos lo siguiente (FD 3º):

*«Aunque no está definido legalmente, el swap o equity swap es un producto habitual en el tráfico mercantil y puede definirse como un acuerdo de intercambio financiero en el que una de las partes se compromete a pagar con una cierta periodicidad una serie de flujos monetarios a cambio de recibir otra serie de flujos de la otra parte, caracterizándose porque el contenido de las prestaciones de las partes aparece vinculado al valor de un activo subyacente que puede consistir en acciones (en nuestro caso, acciones de Telepizza) pero también puede recaer sobre materias primas, bonos, conjuntos de valores cotizados, índices de valores, tipos de cambio,...*

*La sentencia recurrida (F.J. primero.3), citando al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), acoge una descripción más pormenorizada que viene formulada en los siguientes términos: "un contrato de intercambio de flujos de efectivo, en cuya virtud, la sociedad A se obliga a pagar un interés (fijo o variable) y la contraparte (una entidad de crédito propietaria de las acciones de la sociedad B) se compromete a entregar el dividendo recibido por su inversión en la sociedad B. Adicionalmente, en la fecha de ejercicio (vencimiento del contrato) las partes acuerdan intercambiar la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor razonable de las acciones en ese momento (asumiendo la sociedad el riesgo de valor razonable de los títulos). Hasta un determinado ejercicio la liquidación se acuerda por*

diferencias (en efectivo) y a partir de esa fecha, previa novación del contrato, mediante la entrega física de las acciones".

En la práctica mercantil se distingue entre los swaps OTC ("over the counter", esto es, sobre el mostrador), cuyo contenido se negocia entre las partes de forma singular e individualizada; y aquellos otros swaps negociados y contratados en mercados organizados y cuyo contenido está estandarizado.

Aunque se trata de un derivado financiero relativamente complejo, bien puede decirse, ahora con llaneza cervantina, que el swap tiene mucho de envite o apuesta, en el sentido de que el contenido de las prestaciones de las partes, tanto las entregas periódicas como el valor de liquidación final, se vincula a la evolución que curse el activo subyacente -por ejemplo, en el caso de acciones, importe de los dividendos y el valor de la acción en el momento de la liquidación del swap-, con la incertidumbre y el consiguiente riesgo que ello comporta.

En el caso que nos ocupa, la entidad Polygon (recurrente en el proceso de instancia y también en casación) concertó con tres bancos -UBS, Deutsche Bank y Société Générale- unos contratos de permuta financiera (equity swaps) en los que el activo subyacente eran las acciones de Telepizza, de forma que Polygon asumía el riesgo de la disminución del valor razonable de las acciones de Telepizza que habían sido adquiridas por aquellas tres entidades bancarias.

Es oportuno señalar que en este caso las tres entidades bancarias citadas eran ciertamente titulares de acciones de Telepizza, aunque bien podían no haberlo sido pues podrían haber optado por dar cobertura a su posición mediante otra clase derivados financieros. Pero lo que importa sobre todo destacar es que Polygon no fue nunca titular de acciones de Telepizza, ni pretendía serlo, pues el contrato de swap no le daba acceso a la titularidad de las acciones en ninguna circunstancia.

Por ello, cuando la recurrente alega que "cuando se produjo la referida Opa de exclusión, la recurrente, Polygon Global Partners, tenía una participación significativa del 11,822 % en Telepizza a través de varios contratos de permuta financiera o equity swaps, debidamente comunicados a la CNMV" (antecedente 2, página 3, del escrito de interposición del recurso de casación) tal afirmación no puede ser asumida sin objeciones, pues, insistimos, la entidad recurrente no era entonces, ni lo sería luego, accionista de Telepizza, ni el contrato de swap le otorgaba derecho alguno sobre las acciones de esta entidad. Por tanto, Polygon no tenía participación alguna en Telepizza.

Lo anterior no impide admitir que el precio de las acciones de Telepizza tenía un impacto en los instrumentos financieros que examinamos, en el sentido de que el inversor apostaba en función de la evolución del valor del subyacente. Así lo señala la sentencia recurrida y por ello la Sala de instancia reconoce que "(...) sí que existe un interés económico en la evolución de dicho valor y en el modo en que la OPA cerrara el precio de la acción". Aunque a renglón seguido la Sala de la Audiencia Nacional añade que "(...) ello no significa que el demandante estuviera legitimado para impugnar o intervenir en la OPA, porque la titularidad del equity swap no le facultaba para ello. Su interés no difiere del de cualquier inversor concernido en el éxito de sus posiciones, pero como tal inversor carece de legitimación" (F.J. cuarto.4, in fine, de la sentencia recurrida)».

2.- Respecto de la normativa reguladora de las OPAS en relación con los swaps, nuestros razonamientos fueron los siguientes (FD 4º de la STS 1232/2022, de 3 de octubre):

*«En consonancia con las previsiones de la Ley del Mercado de Valores (antes, Ley 24/1988, de 28 de julio; ahora, texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por Real Decreto-legislativo 4/2015, de 23 de octubre), el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición, regula en su articulado las distintas modalidades de ofertas públicas de adquisición (OPAs), tanto las que se formulan con carácter obligatorio (artículo 3 y concordantes) como las ofertas por exclusión de negociación ( artículos 10 y 11), la oferta pública de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias (artículo 12) y las ofertas voluntarias (artículo 13 del mismo Real Decreto 1066/2007).*

*En lo que interesa al presente recurso de casación procede destacar que en ninguno de los preceptos que regulan esas distintas modalidades de OPA se contempla que la oferta pública de adquisición se dirija a los titulares de swaps. Lo que disponen las normas citadas es que la oferta pública de adquisición se dirija a los titulares de acciones de la sociedad cotizada así como a los titulares de derechos de suscripción y a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas artículos 3.2 y 10.2 del Real Decreto 1066/2007); contemplando ambos preceptos que la oferta pueda dirigirse también " ... a todos los titulares de warrants o de otros valores o instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones..." Por tanto, las normas a las que nos venimos refiriendo no contemplan que la OPA se dirija a los titulares de instrumentos financieros que, como los equity swaps del caso que estamos examinando, no otorgan derecho alguno a la adquisición o suscripción de acciones.*

*Lo anterior no significa, claro es, que los swaps sean una figura ajena a la normativa reguladora del mercado de valores. Muy al contrario, precisamente por ser habituales en el tráfico mercantil los contratos de permuta swaps aparecen contemplados como instrumentos financieros en el apartado d/ del Anexo del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por Real Decreto-legislativo 4/2015. Y, por otra parte, es cierto que, llevando a cabo el desarrollo reglamentario al que remite el artículo 125 del citado texto refundido, los artículos 23.1 y 28.1.b/ del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, que traspone al ordenamiento jurídico español las obligaciones de transparencia de información relativa a entidades cotizadas ("Real Decreto de transparencia"), obligan a informar a la CNMV de la titularidad de swaps, ya se liquiden en efectivo o en acciones. Pero el hecho de que tal exigencia de notificación a la CNMV se aplique también a los titulares de swaps, lo mismo que a los titulares de acciones, no puede entenderse como una equiparación de aquellos con estas. Sencillamente, se les somete a las exigencias de transparencia por las razones que se exponen en el considerando 9 de la Directiva 2013/50/UE, de 22 de octubre de 2013, esto es, en atención a que se trata de "(...) instrumentos [que] podrían utilizarse para adquirir en secreto acciones en las sociedades, lo que podría dar lugar a un abuso de mercado y a transmitir una imagen falsa y engañosa de la titularidad económica de empresas cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado..." Se persigue, en definitiva, aplicar las exigencias de transparencia a aquellos instrumentos financieros que por su existencia y volumen, tanto si son liquidables en acciones como si no lo son (este último es nuestro caso), albergan una información económica relevante acerca de la situación y solvencia de la sociedad a la que aquellos derivados vienen referidos. Pero, insistimos, que se les aplique la exigencia de transparencia de ninguna manera implica una equiparación de los swaps con las acciones, pues se trata de figuras claramente diferenciadas.*

*Es cierto, antes lo hemos señalado, que el titular del swap tiene un interés económico en la evolución del valor subyacente (en nuestro caso, acciones de Telepizza), en la medida en que va a incidir en el resultado de su inversión. Pero, aparte de que ello no lo convierte en accionista, debemos destacar que ese interés económico no deriva de la relación jurídica entablada entre los tres elementos subjetivos intervinientes en la OPA -a saber, la entidad que formula la oferta de compra (Tasty Bidco, S.L.U.), los accionistas a los*

*que se dirige la oferta de compra, y la CNMV que la autoriza- sino de un acuerdo privado ajeno a aquella relación como es el contrato de permuta (swap) suscrito por Polygon Global Partners con las tres entidades bancarias a las que antes nos hemos referido.»*

3.- En nuestra sentencia 1232/2022, de 3 de octubre (FD 5º) hicimos una referencia a la abundante jurisprudencia de esta Sala sobre la legitimación para promover un recurso contencioso administrativo, con cita de diversas sentencias de esta Sala, entre ellas, la sentencia 782/2022, de 20 de junio (recurso 47/2021) que, con cita de otras anteriores, señala que el requisito de la legitimación de una determinada persona física o jurídica supone la existencia de un interés legítimo en la pretensión ejercitada, que debe ser identificado en la interposición de cada recurso, de tal forma que la anulación del acto o la disposición impugnados produzca automáticamente un efecto positivo (beneficio) o negativo (perjuicio), actual o futuro, pero cierto, resaltando que esta concreta relación entre el recurrente y la pretensión ejercitada en cada proceso explica el carácter casuístico que presenta la legitimación, como ha puesto de relieve la jurisprudencia de esta Sala.

Nos remitimos ahora a las demás consideraciones efectuadas en nuestra sentencia 1232/2022, de 3 de octubre, sobre la jurisprudencia de la Sala respecto de la legitimación, que las partes sin duda conocen al haber intervenido en el recurso en el que recayó la citada sentencia.

4.- Finalmente, en nuestra sentencia 1232/2022, de 3 de octubre, de reiterada cita, expusimos en los puntos siguientes nuestro criterio sobre la falta de legitimación de la parte recurrente para impugnar el acuerdo de la CNMV de autorización de exclusión de cotización de las acciones, en relación con la OPA formulada por Tasty Bidco SLU sobre las acciones de Telepizza Group S.A:

*«1/ Cuando se produjo la Opa de exclusión la recurrente, Polygon Global Partners, no era accionista de Telepizza, ni lo sería luego, pues el contrato de swap no le daba acceso a la titularidad de las acciones en ninguna circunstancia.*

*2/ En su calidad de titular de los equity swaps la recurrente tenía un interés económico en la evolución del valor subyacente (acciones de Telepizza), en la medida en que iba a incidir en el resultado de su inversión. Pero ese interés económico no deriva de la relación jurídica entablada entre los tres elementos subjetivos intervinientes en la OPA -Tasty Bidco, S.L.U. (entidad que formula la OPA), los accionistas a los que se dirige la oferta de compra y la CNMV que la autoriza- sino que surge de un acuerdo privado, ajeno a aquella relación, como es el contrato de permuta ( swap) suscrito por Polygon Global Partners con las entidades bancarias UBS, Deutsche Bank y Société Générale.*

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

*4/ Este interés económico así generado, exógeno a la OPA, no determina que Polygon Global Partners esté legitimada para impugnar una oferta pública de adquisición a la que no ha sido llamado, porque no le corresponde, por más que el resultado de dicha OPA pueda incidir en la inversión de la recurrente.*

*5/ Si se reconociera al titular de los swaps legitimación para impugnar la OPA dirigida a los accionistas de Telepizza se estaría desdoblando el número de sujetos legitimados para recurrir, propiciando posicionamientos contrapuestos, pues los accionistas y los titulares de swaps pueden tener intereses distintos y aun contrarios. Más aun, se estaría desvirtuando o, si se prefiere, falseando, la eventual relación de sintonía o de controversia entre los sujetos intervinientes en la OPA, pudiendo darse el caso de que una oferta pública adquisición aceptada por todos los accionistas, sus destinatarios naturales, fuera en cambio impugnada en vía judicial -y eventualmente anulada- por alguien a quien la OPA no va dirigida.*

*6/ Las disfunciones descritas en el apartado anterior se multiplicarían progresivamente si el valor subyacente del swap no fuera, como sucede en este caso, un concreto título valor (acción de Telepizza) sino un grupo o conjunto de valores o un determinado índice bursátil. En tales casos el planteamiento de la recurrente, caso de ser asumido, 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 o índice tomado como referencia, por la sola razón de que pudiera resultar afectada su inversión, confiriendo así al titular del swap una suerte de legitimación universal, lo que de ninguna manera resulta aceptable.*

*Por todo ello, consideramos ajustado a derecho el pronunciamiento de la Sala de la Audiencia Nacional que declara inadmisibile el recurso contencioso-administrativo por carecer de legitimación la parte recurrente.*

*Para terminar, una última consideración relativa a una cuestión que no debemos entrar a examinar.*

*La representación de Tasty Bidco, S.L.U (parte recurrida en casación) aduce que aun en la hipótesis de que esta Sala reconociera la legitimación activa de la recurrente el proceso carecería en todo caso de virtualidad, pues, aunque se acogiera -de nuevo, como mera hipótesis- la pretensión de que se anule la resolución de la CNMV, la recurrente no podría obtener con ello el recálculo del precio de la acción previsto en la OPA, que es el objetivo último de su impugnación; y ello en atención -argumenta la recurrente- al tipo concreto de OPA al que se refiere la controversia. Es claro que la cuestión así enunciada forma parte del debate de fondo, por lo que, una vez alcanzada la conclusión de que la sentencia recurrida es ajustada a derecho en cuanto declara inadmisibile el recurso por falta de legitimación de la recurrente, no procede que hagamos ninguna consideración referida a ese punto».*

5.- En el escrito de interposición del presente recurso de casación, que es de fecha posterior a la sentencia 1232/2022, de 3 de octubre, la parte recurrente hace una referencia a los argumentos que expusimos en dicha sentencia, que en su criterio contravienen la amplitud con la que se ha venido interpretando, tanto por la doctrina constitucional como por la jurisprudencia de esta Sala, el instituto de la legitimación activa en el ámbito de esta jurisdicción y ello porque la propia sentencia reconoce que la OPA en cuestión afecta, de un modo u otro, a la esfera patrimonial de la recurrente, basándose el criterio restrictivo sobre la legitimación en la novedosa distinción de que el interés legítimo tiene su origen en un contrato privado.

La Sala no comparte la crítica de la parte recurrente, que no tiene en cuenta, como primera cuestión, el carácter casuístico que presenta la legitimación, como reiteradamente ha señalado esta Sala, determinado por la concreta relación entre la persona física o jurídica y la pretensión ejercitada en cada proceso, que justifica tener presente en el examen de la legitimación el marco

normativo aplicable, además de los intereses concurrentes y demás especificidades de la controversia que se plantea en el recurso de que se trate.

Por ello, en la sentencia precedente tuvimos en consideración que la normativa reguladora de las OPAS -en concreto, la LMV y el RD 1066/2007, de 27 de julio- establece que la oferta debe dirigirse a los titulares de las acciones de la sociedad cotizada, a los titulares de derechos de suscripción de acciones y de obligaciones convertibles y canjeables en ellas y a los titulares de warrants o de otros instrumentos financieros que den opción a la adquisición o a la suscripción de acciones, pero en modo alguno dicha normativa contempla que la oferta se dirija a los titulares de *equity swaps* que no otorguen derecho de ninguna clase para la suscripción o adquisición de acciones y que no son, por ello, destinatarios de la oferta.

La parte recurrente no era, por tanto, destinataria de la oferta pública de adquisición de acciones, y su interés económico en la evolución del valor de las acciones de Telepizza tampoco deriva, como dijimos en nuestra sentencia precedente, de la relación jurídica que se entabla entre los tres elementos subjetivos intervinientes de la OPA, la sociedad oferente que presenta la oferta de adquisición, los accionistas destinatarios de la oferta de adquisición y la CNMV que autoriza la oferta, sino que su interés nace de una relación distinta, la entablada entre el recurrente y las tres entidades bancarias con las que contrató los *equity swaps*, que acordaron, como dijimos en nuestra anterior sentencia, «*vincular su suerte -esto es, el montante de sus prestaciones- a la evolución de un valor de referencia*», de modo que el interés de la parte recurrente es el mismo que el de cualquier otra persona que apueste por la evolución de un valor cotizado sin ser titular de ninguna acción.

6.- Critica también la parte recurrente el argumento de cierre utilizado en la sentencia 1232/2022, relativo al riesgo de reconocimiento de una *"legitimación universal"* para el caso de que se admitiera su legitimación como titular de *swaps* para impugnar una OPA, pero debe tenerse en cuenta, en primer lugar, que el referido argumento no es la razón de decidir de sentencia, sino una consideración a mayor abundamiento que, además, ha de ser contemplada en su contexto, en el que aludíamos a la disfunción que supone que una oferta pública de adquisición de acciones sea aceptada por todos sus destinatarios, esto es, por todos los accionistas y, sin embargo, sea impugnada en vía judicial -y eventualmente anulada- por alguien que no es titular de ninguna acción y a quien no se dirige la OPA, disfunción esta que se multiplicaría en los supuestos de *swaps* sobre índices, pues permitiría impugnar en vía judicial cualquier OPA y otras incidencias que afecten a cualquiera de los valores cotizados que integran el índice de referencia (Ibex 35, S&P 500, etc) por el mero hecho de afectar al riesgo asumido por el titular del *equity swap*, otorgándole de esta forma una especie de legitimación universal para impugnar cualquier OPA o incidencia que incida sobre la evolución de cualquiera de los valores que formen el índice de referencia del *equity swap*, lo que en nuestra sentencia precedente no consideramos razonable, criterio que mantenemos en esta sentencia.

7.- De acuerdo con todo lo anterior y en respuesta a la cuestión de interés casacional, reiteramos el criterio jurisprudencial expuesto en nuestra sentencia 1232/2022, de 3 de octubre:

*«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.»*

## **QUINTO. Conclusión y costas.**

1.- Procede, por todo lo anterior, desestimar el recurso de casación interpuesto por la representación de Polygon Global Partners LLP contra la sentencia dictada el 10 de marzo de 2022 por la Sección 3ª de la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional, en el recurso 1063/2019.

2.- En cuanto a las costas procesales, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 93.4 y 139.1 de la Ley reguladora de esta Jurisdicción, no hacemos imposición a ninguna de las partes de las costas ocasionadas en este recurso de casación, manteniendo el pronunciamiento de la sentencia impugnada en lo que se refiere a las costas de la instancia.

## **FALLO**

Por todo lo expuesto, en nombre del Rey y por la autoridad que le confiere la Constitución, esta Sala ha decidido

1.- Declarar no haber lugar y, por tanto, desestimar el presente recurso de casación número 3774/2022 interpuesto por Polygon Global Partners LLP, contra la sentencia de 10 de marzo de 2022, dictada por la Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional en el recurso 1063/2019.

2.- No imponer las costas de este recurso de casación a ninguna de las partes.

Notifíquese esta resolución a las partes e insértese en la colección legislativa.

Así se acuerda y firma.