

SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 5 DE ABRIL DE 2019

Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª

Recurso nº.: 143/2017
Ponente: D. José Félix Méndez Canseco
Acto impugnado: Resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 22 de diciembre de 2016
Fallo: Estimatorio

Madrid, a cinco de abril de dos mil diecinueve.

Visto el recurso contencioso-administrativo que ante esta Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional y bajo el **número 143/2017**, se tramita a instancia de D. **FRB**, representado por la Procuradora Dña. MMR, y asistido por los Letrados D. SB y D. JCG, contra Acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 22 de diciembre de 2016, por el que se Autoriza la oferta pública obligatoria de adquisición de acciones ("OPA") de exclusión de la sociedad **CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, SA**, presentada por la compañía **FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, SA ("FCC")** el día 29 de julio de 2016 y admitida a trámite el 10 de agosto de 2016. Como codemandados intervienen **FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S.A.** representado por la Procuradora Dña. CRC y asistido por la Letrado Dña. AME, y **CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, S.A.** representado por la Procuradora Dña. CRC y asistido por el Letrado D. SIC en el que la Administración demandada ha estado representada y defendida por el Sr. Abogado del Estado.

ANTECEDENTES DE HECHO

PRIMERO.- La parte indicada interpuso en fecha 22/12/2016 este recurso respecto de los actos antes aludidos y, admitido a trámite, y reclamado el expediente administrativo, se entregó éste a la parte actora para que formalizara la demanda, lo que hizo en tiempo, en la que realizó una exposición fáctica y la alegación de los preceptos legales que estimó aplicables, concretando su petición en el Suplico de la misma, en el que se interesa que se declare la nulidad de la OM recurrida.

SEGUNDO.- De la demanda se dio traslado al Sr. Abogado del Estado, quien en nombre de la Administración demandada contestó en un relato fáctico y una argumentación jurídica que sirvió al mismo para concretar su oposición al recurso en el suplico de la misma, en el cual solicitó la desestimación de la demanda y la confirmación de la orden recurrida. En igual sentido los codemandados.

TERCERO.- Contestada la demanda, se acordó el recibimiento del recurso a prueba, llevándose a cabo las pruebas propuestas por la parte actora declaradas pertinentes. Siendo el siguiente trámite el de Conclusiones, a través del cual, las partes, por su orden, concretaron sus posiciones y reiteraron sus respectivas pretensiones quedando los autos conclusos para sentencia, señalándose para votación y fallo el día 29 de enero de 2019.

CUARTO.- En el presente recurso contencioso-administrativo no se han quebrantado las forma legales exigidas por la Ley que regula la Jurisdicción, excepto en el plazo para

dictar sentencia por indisposición temporal del Magistrado Ponente, D. José Félix Méndez Canseco.

II.-FUNDAMENTOS DE DERECHO

PRIMERO.- Se interpuso el presente recurso Contencioso-administrativo contra el acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") mediante el cual se autoriza la oferta pública obligatoria de adquisición de acciones ("OPA") de exclusión de la Sociedad Cementos Portland Valderribas S.A., presentada por la compañía Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. ("FCC") el día 29 de julio de 2016 y admitida a trámite el 10 de agosto de 2016.

SEGUNDO.- El recurrente don FRB es titular de 394.089 acciones de la sociedad Cementos Portland Valderribas, S.A., y considera que el acuerdo más arriba referido, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no se ajusta al ordenamiento jurídico e interpone el presente recurso Contencioso-administrativo de conformidad con lo previsto en los artículos 22.1 del Real Decreto legislativo 4/2015, de 23 de octubre, que aprobó el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, en relación con el artículo 11.1 g) de la Ley Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-administrativa.

TERCERO.- El Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores dispuso en su acuerdo de 22 de diciembre de 2016:

"Autorizar la oferta de exclusión de Cementos Portland Valderrivas, S.A. presentada por Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. el día 29 de julio de 2016 y admitida a trámite el 10 de agosto de 2016, al entender ajustados sus términos a las normas vigentes y considerar suficiente el contenido del folleto explicativo presentado tras las últimas informaciones incorporadas con fecha 12 de diciembre de 2016.

La oferta se dirige al 100% del capital social de Cementos Portland Valderrivas, S.A. compuesto por 51.786.608 acciones, admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Bilbao y Madrid e integradas en el Sistema de Interconexión Bursátil, excluyendo 41.131.105 acciones, representativas del 79,42% del capital que han sido inmovilizadas por sus respectivos titulares hasta la finalización de la oferta. En consecuencia, la oferta se extiende de forma efectiva a la adquisición de 10.655.503 acciones de Cementos Portland Valderrivas, S.A., representativas del 20,58% del capital social."

El precio de la oferta es de 6 euros por acción y ha sido fijado por Cementos Portland Valderrivas, S.A. de acuerdo con lo previsto en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Para la determinación de dicho precio se ha tenido en cuenta lo previsto en el artículo 9.4 d) del Real Decreto mencionado respecto a la adquisición de acciones a precio de cotización por volumen no significativo en términos relativos, con el detalle que figura en el folleto de la

oferta.

De conformidad con el apartado 7 del artículo 10 del referido Real Decreto, las acciones quedarán excluidas de la negociación cuando se haya liquidado la operación. En el caso de que se den las circunstancias señaladas en el artículo 136, relativo a las compraventas forzosas, del texto refundido de la Ley de Mercado de Valores aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, las acciones quedarán excluidas de la negociación cuando se haya liquidado la última de las operaciones de compraventa forzosa posibles o haya expirado el plazo para exigir las, de conformidad con lo previsto en el citado artículo y normativa concordante."

La CNMV informará del plazo de aceptación de la oferta cuando el oferente publique el primero de los anuncios previstos en el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007."

CUARTO.- El demandante es titular de 394.089 acciones de la sociedad más arriba referida, afectada por la oferta pública de adquisición de exclusión autorizada por la CNMV cuyo origen está en la oferta pública de adquisición que Control Empresarial de Capitales S.A. de C.V. ("CEC"), filial de la inversora Carso, S.A. de C.V. ("CARSO"), del grupo mejicano de CS lanzó previamente sobre el 100 % de "FCC" al haber alcanzado un porcentaje de derechos de voto superior al 30 %. La participación alcanzada por CARSO, a través de su filial CEC, en FCC, tras dicha oferta pública de adquisición, aumentó hasta el 61,11 %, lo cual suponía una toma de control indirecto sobrevenido de CARSO en CPV porque FCC poseía el 77,93 % del capital de esta última, lo que hubiera obligado a CARSO a lanzar una OPA obligatoria sobre el 100 % del capital de CPV. Pero, en vez de ello, el 4 de marzo de 2015 CARSO anunció su propósito de proponer al Consejo de Administración de FCC la realización de una oferta de exclusión de CPV al precio de 6 euros por acción. La oferta fue aprobada por el Consejo de Administración de FCC el 24 de mayo de 2016 por su Junta de Accionistas. El 30 de junio de 2016 FCC hizo el anuncio previo de OPA de exclusión sobre el 100 % de CPV. El 29 de julio de 2016 FCC presentó ante la CNMV la OPA de exclusión. En el folleto explicativo ofrece como precio de adquisición de las acciones de CPV la cantidad de 6 euros por acción. El 10 de agosto de 2016 la OPA de exclusión lanzada por FCC fue admitida a trámite por la CNMV. El 22 de diciembre de 2016 la OPA de exclusión fue autorizada por la CNMV en los términos en su día ofrecidos por FCC: 6 euros por acción. El plazo de aceptación voluntaria por los accionistas de CPV de la OPA ya autorizada vencía el 30 de diciembre de 2016, que fue prorrogado por la CNMV hasta el 13 de febrero de 2017. En el folleto explicativo de la OPA se preveía la realización de compras forzosas si concurrían ciertas condiciones. El 22 de febrero de 2017 FCC comunicó, como hecho relevante que no habían concurrido las condiciones previstas para proceder a dicha compra forzosa.

QUINTO.- El artículo 5 de la Directiva CE 2004/25 tiene por finalidad la protección de los accionistas minoritarios en las ofertas públicas de adquisición. En las OPAS se ofrece a los accionistas de una cotizada la compra de sus acciones por un precio, y en la de exclusión el oferente pretende excluir esas acciones de su cotización bursátil, por lo que los accionistas de la opada que no vendieron, "voluntariamente" no pueden acudir al

mercado para vender sus acciones y tienen que negociar con la sociedad o con un potencial comprador. Así el artículo 5 de la Directiva CE 2004/25 se dirige a proteger a los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo. Y dispone:

1. Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen de concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad a efectos del apartado 1 del artículo 1 tales que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en el apartado 4.

2. La oferta obligatoria contemplada en el apartado 1 no será aplicable cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria presentada conforme a la presente Directiva a todos los titulares de valores por la totalidad de sus valores.

3. El porcentaje de derechos de voto que confiera el control de la sociedad a efectos de lo dispuesto en el apartado 1, así como su método de cálculo, se determinarán por las normas del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social.

4. Se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta contemplada en el apartado 1. Si el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo compran valores a un precio superior al de la oferta después de que ésta se haya hecho pública y antes del cierre del plazo de aceptación, el oferente deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar como mínimo el precio más alto pagado por los valores adquiridos de esta forma.

Siempre y cuando se respeten los principios generales a que se refiere el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros podrán autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio con templado en el primer párrafo en circunstancias y según criterios claramente determinados. A tal fin, los Estados miembros podrán elaborar una lista de circunstancias en las que el precio podrá modificarse al alza o a la baja, tales como, por ejemplo, en caso de que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y un vendedor, de que los precios del mercado de valores en cuestión se hayan manipulado, de que los precios de mercado en general o de determinados precios en particular se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales o a fin de permitir el saneamiento de una empresa en crisis. Los Estados miembros podrán también definir los criterios que deberán utilizarse en estos casos, tales como, por ejemplo, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor de liquidación de la sociedad u otros criterios de evaluación objetivos generalmente utilizados en el análisis financiero.

Toda decisión de las autoridades de modificar el precio equitativo deberá ser motivada y pública.

5. Como contraprestación, el oferente podrá ofrecer valores, efectivo o una combinación de ambos.

No obstante, cuando la contraprestación ofrecida por el oferente no consista en valores líquidos admitidos a negociación en un mercado regulado, dicha contraprestación tendrá que incluir, como opción, efectivo.

En todos los casos, el oferente deberá proponer, al menos como alternativa, una contraprestación en efectivo cuando el mismo oferente o personas que actúen de concierto con él, en un período que comenzará en el mismo momento que el período decidido por el Estado miembro con arreglo a lo dispuesto en el apartado 4 y concluirá en el momento en que se cierre el plazo de aceptación, hayan adquirido en efectivo valores que confieran el 5 % o más de los derechos de voto de la sociedad afectada.

Los Estados miembros podrán prever que se ofrezca en todos los casos, al menos como opción, una contraprestación en efectivo.

6. Además de la protección contemplada en el apartado 1, los Estados miembros podrán adoptar otros instrumentos a fin de proteger los intereses de los titulares de valores, siempre y cuando dichos instrumentos no obstaculicen el curso normal de la oferta.

El actor considera que en el presente caso el precio de 6 euros por acción no es equitativo. Fue aprobado por la CNMV y había sido determinado con base en el informe de valoración elaborado por el Banco de Santander a petición de FCC, en decir, la sociedad oferente.

El Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, prevé en su artículo 10 lo siguiente:

"1. De conformidad con el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles, deberá promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en este artículo, salvo que, por concurrir alguno de los supuestos contemplados en el artículo 11 del presente real decreto, la oferta de exclusión no sea necesaria. Se asimilarán a la exclusión de negociación aquellas operaciones societarias en virtud de las cuales los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada o que no obtenga la admisión a cotización de sus acciones en el plazo de tres meses a contar desde la inscripción de la correspondiente operación societaria en el Registro Mercantil. Si transcurrido este plazo no se hubiese obtenido la admisión a cotización deberá formularse una oferta pública en los términos de este artículo.

2. La oferta deberá dirigirse;

a) A todos los titulares de las acciones de la sociedad cotizada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto de acuerdo con lo establecido en la legislación vigente.

b) Cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas.

La oferta podrá o no dirigirse a todos los titulares de warrants o de otros valores o instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, con excepción de los mencionados en la letra b) de este apartado, por emitir o ya emitidas. Si se dirigiera a ellos, la oferta pública de adquisición deberá dirigirse a todas aquellas personas que ostenten la titularidad de los warrants, valores o instrumentos financieros en cuestión.

No obstante lo anterior, no será preciso dirigir la oferta a aquellos titulares que hubieran votado a favor de la exclusión y que, además inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación al que se refiere el artículo 23. En el folleto explicativo de la oferta se expresará con claridad tal circunstancia, y se identificarán los valores que hayan quedado inmovilizados, así como la identidad de sus titulares.

3. La oferta de exclusión sólo podrá formularse como compraventa, debiendo consistir en dinero la totalidad del precio.

4. El acuerdo de exclusión y los relativos a la oferta y al precio ofrecido deberán ser aprobados por la Junta General de Accionistas de la sociedad emisora de los valores a excluir.

La oferta de exclusión podrá ser formulada por la propia sociedad emisora de los valores a excluir o por otra persona o entidad siempre que cuente con la aprobación de la Junta General de Accionistas de la sociedad que se excluye.

Si la oferta es formulada por la propia sociedad emisora de los valores a excluir, se procederá a la amortización o enajenación de los valores adquiridos en la oferta salvo que, por concurrir los requisitos contemplados en el artículo 75 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, esta amortización o enajenación no sea necesaria. A estos efectos, el límite de adquisición de acciones propias será del 10 por ciento del capital social.

En las ofertas de exclusión no procederá el informe del órgano de administración de la sociedad afectada previsto en el artículo 24.

5. El informe de valoración a que se refiere al artículo 34.5 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, contendrá una justificación detallada sobre la propuesta y el precio ofrecido basada en los resultados obtenidos a partir de los siguientes métodos:

a) 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 éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.

b) Valor liquidativo de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia.

c) Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

d) Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.

e) 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.

En el informe se justificará la relevancia respectiva de cada uno de los métodos empleados en la valoración.

6. El precio de la oferta, fijado por la sociedad emisora de los valores a excluir, no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refieren el artículo 9 y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el apartado 5.

El folleto explicativo de la oferta incluirá la información relativa a la justificación del precio y el informe de valoración como documento complementario.

7. Los valores quedarán excluidos de la negociación cuando se haya liquidado la operación, de acuerdo con lo previsto en el artículo 37."

En el apartado 5 se prevé que el informe de valoración del artículo 34.5 de la ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, habrá de contener una justificación detallada sobre la propuesta y el precio ofrecido basada en los resultados obtenidos a partir de los métodos que relaciona (desde el "a)" y hasta el "e)").

En este caso el Banco de Santander manifiesta en su informe de valoración que el método adecuado para determinar el precio equitativo de la OPA es principalmente el referido al "descuento de flujo de caja", que unido a otros sistemas de declaración que admite, daría un precio de entre 4,95 y 5,50 euros por acción. Y se concluye que 6 euros por acción, valor superior, es por ello equitativo. Y así fue confirmado por la CNMV.

No se justifica por qué no se exigió por la CNMV la utilización del método de valoración del precio equitativo -artículo 9- consistente en el "valor teórico contable", utilizado otras veces y siempre considerado adecuado por la CNMV; a parte de que el apartado 5 del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio, incluiría el de "flujo de caja" entre los métodos de carácter residual (apartado 5-e del artículo 10 de dicho reglamento).

Alega la parte recurrente, y no ha sido determinado por la demandada, que a 31 de diciembre de 2015 el valor teórico contable de las acciones litigiosas era de 10,29 euros, valor no tenido en cuenta por el Banco Santander, a pesar de haber sido valor auditado

en las cuentas anuales por auditores independientes (se aportó al efecto informe pericial por la Consultora AKERTON según el cual el método adecuado debió ser el teórico contable y el resultado un precio de 10,29 euros por acción).

Alega el recurrente lo que denomina "otras circunstancias que desacreditan la valoración del precio de la OPA finalmente aceptado. Y destaca el conflicto de interés que concurre en el Banco Santander con respecto a la OPA en este caso. Conflicto que debió llevarle a abstenerse y rehusar el encargo de FCC para realizar el informe de valoración de la OPA, puesto que el Banco Santander es al Agente Global de la financiación de FCC, avalista de la OPA sobre FCC y asume la función de intermediario y liquidador de la OPA sobre CPV, siendo así que el Banco Santander es razonable que tuviera especial interés en que el periodo de la OPA fuera lo más bajo posible, de modo que FCC necesitaría disponer de un menor volumen de recursos presentados, facilitando el cumplimiento de la refinanciación de la deuda.

Negar ese conflicto de interés aduciendo la existencia de departamentos o divisiones distintas en la organización de la gran entidad y que funcionan de modo autónomo (sistema conocido con "murallas chinas", porque en teoría un departamento del banco no tiene contacto con otro para evitarnos conflictos de intereses), negar que la misma persona jurídica que conoce de todos los datos y tiene un interés que pudiera afectar al hecho de informar de una determinada manera y poner precio a las cosas (las acciones), es negar la evidencia. La información privilegiada no dejará de poder circular por las diferentes secciones que constituyen un negocio financiero o de asesoramiento económico o jurídico. La Ley del Mercado de Valores prevé medidas para que el flujo de información privilegiada no circule entre las diversas divisiones por áreas de actividad de las entidades financieras. Se busca así una "autonomía" que se hace derivar de estructuras, dirección, equipos e incluso locales diferentes. La Ley no prohíbe la prestación de servicios cuando exista conflicto de intereses. Sin embargo, cuando ese conflicto existe y se demuestra que la actuación llevada a cabo por la entidad prestadora de servicios (en este caso el informe del Banco de Santander) se presenta como discutida y discutible, la consecuencia jurídica ha de ser la de invalidar, por falta de objetividad y equidad y por no haberse actuado bajo el principio de protección al accionista minoritario, aquella actuación viciada, lo cual debió en este caso haber llevado a que la CNMV desautorizase la operación cuestionada.

SEXTO.- Por todo lo expuesto, procede estimar el presente recurso contencioso-administrativo y anular el acuerdo de 22 de diciembre de 2016 del Consejo de Administración de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por el que se autorizaba la oferta pública de adquisición de acciones de exclusión de la sociedad Cementos Portland Valderrivas, S.A. presentada por Fomento de Construcciones y Contratas, S.A., por no ser dicho acuerdo conforme a derecho en el extremo relativo a la fijación del precio equitativo, ordenando la CNMV según los criterios del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, proceda a recalcular el precio equitativo en los términos fundamentados, quedando fuera del objeto del presente recurso la resolución o acuerdo que en consecuencia con lo expuesto se adopte.

De conformidad con el art. 139 de la Ley Jurisdiccional la demandante debe ser condenada al pago de las costas.

FALLAMOS

Que **estimamos** el presente recurso interpuesto por **D. FRB**, y anulamos la actuación administrativa impugnada en los términos expresados en el fundamento jurídico quinto de esta sentencia.

Condenamos a la demanda al pago de las costas.

“La presente sentencia es susceptible de recurso de casación que deberá prepararse ante esta Sala en el plazo de 30 días contados desde el siguiente al de su notificación; en el escrito de preparación del recurso deberá acreditarse el cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo 89.2. de la Ley de la Jurisdicción justificando el interés casacional objetivo que presenta.”

Al notificarse la presente sentencia se hará la indicación de recursos que previene el art. 248.4 de la ley orgánica 6/1985, de 1 de junio del Poder Judicial y se indicará la necesidad de constituir el depósito para recurrir así como la forma de efectuarlo de conformidad con la Disposición Adicional Decimoquinta de la LOPJ introducida por la LO 1/2009.

Así por esta nuestra sentencia, testimonio de la cual será remitido en su momento a la oficina de origen a los efectos legales, junto con el expediente administrativo, en su caso, lo pronunciamos, mandamos y firmamos.