

SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 21 DE DICIEMBRE DE 2023

Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª

Recurso núm.: 1936/2023

Ponente: D. José Félix Méndez Canseco

Acto impugnado: Resolución de fecha 30-10-2020 comité ejecutivo de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, CNMV por el que se autoriza la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de MASMOVIL IBERCOM, S.A.

Fallo: Desestimatorio (Inadmisibilidad)

Madrid, a veintiuno de diciembre de dos mil veintitrés.

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 1936/2020**, se tramita a instancia de **POLYGON GLOBAL PARTNERS LLP** representado por el Procurador ARN contra la resolución de fecha 30-10-2020 comité ejecutivo de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, CNMV por el que se autoriza la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de MASMOVIL IBERCOM, S.A., quien interviene como codemandada, representada por la Procuradora, LAL; interviniendo asimismo como codemandada, LORCA TELECOM BIDCO SAU, representada por el Procurador, JBM y en el que la Administración demandada ha estado representada y defendida por el Sr. Abogado del Estado.

ANTECEDENTES DE HECHO

PRIMERO.- El acto impugnado procede del Ministerio de Interior y es la resolución de fecha 30-10-2020.

SEGUNDO.- Interpuesto recurso contencioso administrativo ante la Sala de lo contencioso administrativo de esta Audiencia Nacional, después de admitido a trámite y reclamado el expediente administrativo, se dio traslado al recurrente para que formalizara la demanda, solicitando en el suplico la estimación del recurso.

TERCERO.- Presentada la demanda, se dio traslado de la misma al Abogado del Estado, con entrega del expediente administrativo para que la contestara y, formalizada dicha contestación, solicitó en el suplico que se desestimaran las pretensiones del recurrente y que se confirmaran los actos impugnados por ser conformes a Derecho.

CUARTO.- Contestada la demanda siendo el siguiente trámite el de Conclusiones, a través del cual, las partes, por su orden, concretaron sus posiciones, quedaron los autos conclusos para sentencia, señalándose para votación y fallo el día 12 de diciembre de 2.023 en el que, efectivamente, se votó y falló.

QUINTO.- En el presente recurso contencioso-administrativo no se han quebrantado las formas legales exigidas por la Ley que regula la Jurisdicción. Y ha sido Ponente el Magistrado de esta Sección D. José Félix Méndez Canseco.

FUNDAMENTOS DE DERECHO

PRIMERO. Polygon Global Partners LLP ("Polygon"), sociedad gestora de Polygon European Equity Opportunity Master Fund (el "Fondo European") y de Blackwell Partners LLC – Series A (el "Fondo Blackwell")¹, impugna el acuerdo del comité ejecutivo de la CNMV del 30 de octubre de 2020 mediante el que la CNMV autorizó la solicitud de exclusión de negociación de las acciones de Masmovil Ibercom, S.A. ("Masmovil") presentada por la propia Masmovil.

SEGUNDO. Para un adecuado enjuiciamiento han de tenerse en cuenta los antecedentes que siguen.

El 1 de junio de 2020 Lorca Telecom presentó una solicitud de autorización para formular una OPA sobre todas las acciones de Masmovil, advirtiendo de que iba a promover la exclusión de cotización de Masmovil. El 28 de julio de 2020 Lorca presentó el folleto de la OPA y adjuntó como anexo 13 un informe de PWC para justificar el precio.

El 29 de julio de 2020 la CNMV autorizó la OPA y su precio. El 29 de septiembre de 2020 Polygon interpuso un recurso contencioso administrativo contra dicha autorización que se sigue actualmente ante la Audiencia Nacional (proc. ord. núm. 991/2020).

El 30 de octubre de 2020 el comité ejecutivo de la CNMV autorizó la exclusión de cotización de las acciones de Masmovil.

Este es el acuerdo que se impugna en el presente procedimiento.

El 4 de febrero de 2021 Polygon formalizó la demanda del recurso y adjuntó un informe pericial.

El 22 de abril de 2021 la CNMV contestó a la demanda del primer recurso y adjuntó un informe pericial.

Los días 19 y 20 de julio de 2021 Masmovil y Lorca contestaron a la demanda del recurso. Lorca adjuntó también un informe pericial.

Así pues, ambos recursos, es decir, el presente y el que se sigue también en este tribunal con el número 991/2020, aparecen relacionados.

Así resulta de la actuación administrativa objeto del recurso, en cuanto declaraba literalmente:

"El Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en virtud de las facultades delegadas por el Consejo de esta Comisión de fecha 27 de septiembre de 2018, ha adoptado con fecha 30 de octubre de 2020 el siguiente acuerdo: "Autorizar la solicitud de exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Masmovil Ibercom, S.A. en las bolsas de valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia que fue presentada por dicha sociedad el día 26 de octubre de 2020, al entender ajustados sus términos a lo dispuesto en el artículo 82 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, y a la excepción de oferta de exclusión prevista en el artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

De conformidad con la solicitud de exclusión registrada, Lorca Telecom Bidco, S.A.U. ha facilitado la venta de la totalidad de las acciones de Masmovil Ibercom, S.A. de las que no es titular, mediante una orden de compra que se inició el 23 de septiembre de 2020 y tiene prevista su finalización el 3 de noviembre de 2020 (incluido), al precio de 22,50 euros por acción igual al de la oferta previa formulada por Lorca Telecom Bidco, S.A.U., que fue autorizada con fecha 29 de julio de 2020.

Las acciones permanecerán suspendidas de negociación una vez finalizada la orden de compra y hasta que las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia procedan a su exclusión de negociación, lo que tendrá lugar cuando se hayan liquidado la totalidad de las operaciones.”

En este recurso se impugna la autorización de exclusión de cotización de las acciones de Masmovil a través de los arts. 82.2 LMV y 11.d RDOPAs, que permiten la exclusión de cotización de una sociedad si, entre otras cosas, antes se ha formulado una OPA válida y se ha justificado el precio conforme a ciertos métodos de valoración de empresas mediante un informe de un experto independiente.

En este sentido, si esta Sala estimara el recurso interpuesto contra la autorización de la OPA (nos referimos al recurso número 991/2020), entonces - artículo 11.d RDOPAs – podría o, en su caso, debería estimar el presente recurso y procedería la retroacción de las actuaciones para que la CNMV autorice después la exclusión al precio que corresponda y que la parte recurrente considera que debería ser superior al que se autorizó al aprobar la OPA. No, en caso de inadmisibilidad o desestimación del recurso dicho.

TERCERO. Alega, en síntesis, la parte recurrente La violación del art. 137.2 LMV. La falta de independencia de PWC. Las circunstancias extraordinarias de Masmovil. La no afección de la crisis del coronavirus a su valor intrínseco. Su particular modelo de negocio que hace que su inversión en CAPEX tenga que ser muy inferior a la de sus competidores. El incumplimiento del art. 137.2 LMV (salvaguardar los derechos de los accionistas mediante un informe pericial independiente que justifique que el precio de la OPA se corresponde con el valor de la empresa). El precio de la OPA fue muy inferior a cualquiera de los rangos de valoración razonables resultantes de cualquiera de los métodos de valoración (arts. 137.2 LMV y 10.5, 10.6 y 11.d RDOPAs). Los graves errores al aplicar el método del descuento de flujos de caja (DFC). PWC prevé un CAPEX muy superior al razonable. PWC prevé unos aumentos del capital circulante muy superiores a los razonables y reales. PWC utiliza un WACC muy superior al razonable. PWC calcula un impacto en el valor de Masmovil derivado de la compra de Lycamobile muy inferior al razonable (y al real). Errores al aplicar el método de los múltiplos de mercado de empresas cotizadas comparables y de transacciones con empresas cotizadas y no cotizadas comparables; este método corrobora, con independencia del peso que se le quiera dar, que el precio de la OPA y de la exclusión es muy inferior a cualquiera de los valores razonables que se obtienen con los distintos métodos de valoración. El hecho de que Lorca y los accionistas que firmaron los compromisos irrevocables de venta hicieran depender la irrevocabilidad de su compromiso de vender en la OPA impugnada de un precio de 26 euros por acción y de que las OPAs competidoras aceptaran cualquier remedio de competencia prueba que los promotores de la OPA valoraban Masmovil en más de 26 euros por acción.

Solicita en su demanda la parte recurrente: se declare la nulidad del acuerdo del comité ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores del 30 de octubre de 2020 mediante el que se autoriza la solicitud de exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Masmovil Ibercom, S.A.; y se ordene retrotraer las actuaciones para que la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorice la exclusión a un precio razonable de acuerdo con las alegaciones que anteceden.

Afirma la actora su legitimación en este proceso con base en el hecho de que Polygon invirtió en Masmovil por cuenta de los Fondos European y Blackwell, en tanto que su gestora: el Fondo European fue accionista de Masmovil hasta el 30 de septiembre de 2020 y llegó a tener un interés sobre 2.560.568 acciones de Masmovil (aproximadamente, el 1,944% de su capital social) a través de dos swaps; el Fondo Blackwell llegó a tener un interés sobre 1.435.432 acciones de Masmovil (aproximadamente, el 1,089% de su capital social) a través de un swap. En total, los Fondos European y Blackwell llegaron a tener un interés en Masmovil superior al tres por ciento de su capital social a través de acciones y de swaps.

Considera que ostenta legitimación porque quien soporta el riesgo de que el valor de las acciones (la cotización, por lo general) aumente o disminuya es siempre el inversor (Polygon).

CUARTO. En una deliberación y votación conjunta de este tribunal sobre los diversos recursos en que se enjuicia la actuación administrativa vinculada al proceso de la expresada OPA, hemos declarado (véase la sentencia recaída en el recurso 991/2020) lo siguiente, que resulta, por razones obvias más arriba señaladas, aplicable, mutatis mutandis, al presente recurso.

"En relación con el cumplimiento del requisito prevenido en el artículo 45.2.d) de la LJ es de ver que la parte actora ha presentado dos documentos notariales que vienen a certificar que la recurrente es una gestora de determinados fondos de inversión, que tiene capacidad para actuar por cuenta y representación de dichos fondos, acreditándose también la identidad del director de dicha gestora y que éste tomó la decisión de interponer el presente recurso contencioso-administrativo. Esta prueba documental se considera suficiente, en aplicación del principio pro actione, para acreditar el cumplimiento del requisito ex artículo 45.2.d) de la LJ, por lo que es de concluir que no concurre la meritada causa de inadmisibilidad del actual recurso.

En cuanto al requisito de la legitimación activa ex artículo 19 de la LJ es de decir lo siguiente. La parte actora esgrime determinados contratos de equity swaps y cierto número de acciones para tratar de demostrar su interés legítimo para interponer el presente recurso.

Respecto de los swaps la sentencia del Tribunal Supremo de 3-10-2022 dijo lo siguiente: <<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>>. Esta doctrina es perfectamente aplicable al caso que nos ocupa, por lo que es de concluir que la titularidad de los swaps no legitima a la parte recurrente para interponer el presente recurso contencioso.

En el recurso contencioso-administrativo número 991/2020, se afirma también la legitimación con causa en la adquisición de 4.000 acciones de Masmovil. Tal manifestación no consta expresamente en el presente recurso 1936/2020, donde la legitimación de la parte recurrente se afirma con base en los referidos swaps.

No obstante, ha de precisarse que en la demanda se hace alguna referencia a la cuestión que suscita la adquisición y venta (tras la autorización de la OPA pero antes de la exclusión) de acciones. Y así, en lo que al presente recurso interesa, respecto de la cuestión relativa a tal forma de adquisición y venta de acciones de Masmovil, este tribunal ha declarado, en la sentencia recaída en el recurso 991/2020, lo siguiente.

*“En cuanto a la titularidad de las acciones (que ha quedado probada mediante el correspondiente documento de Citibank europe, entidad participante -vid. artículos 13 y 14 del TRLMV, así como los artículos 19 y 20 del Real Decreto 878/2015-), es de señalar lo siguiente. La parte demandante adquirió 4.000 acciones de Masmóvil tras el anuncio de la opa, donde se proclamaba la intención de excluir a los correspondientes valores de la negociación bursátil, y vendió tales acciones antes de la exclusión de la referida negociación. A lo anterior es de añadir el escaso o nulo beneficio que para la recurrente supondría una eventual sentencia estimatoria de este recurso habida cuenta de que la pretensión de recálculo del suplico de la demanda es inviable al tratarse la de autos de una opa voluntaria. Dicho lo anterior, que dibuja a grandes rasgos el perfil que en el caso tenía la actora en cuanto inversora de Masmóvil, es de notar que la titularidad de acciones confiere en un principio el interés necesario para estar legitimado como recurrente en un recurso contencioso-administrativo en el ámbito de las opas. Ahora bien, esta declaración de principio no es bastante para resolver los casos concretos, que deben decidirse en función de sus circunstancias particulares, lo que en el caso que nos ocupa exige aquilatar aquel perfil de inversor que tenía la actora como accionista de Masmóvil. Ya en este punto, es de indicar que una de las funciones de la CNMV es velar por la protección de los inversores (vid. artículo 17.2 del TRLMV aplicable al caso *ratione temporis*). Ahora bien, la situación de la parte actora, que adquiere la titularidad de sus acciones tras el anuncio de la opa, no es equiparable a la de quienes ya eran accionistas antes de dicho anuncio y se ven sorprendidos en su posición inversora por el anuncio de la opa. La recurrente en el caso adquiere 4.000 acciones tras el anuncio de la opa, que especificaba sus circunstancias esenciales y proclamaba la intención de exclusión de los correspondientes valores de la negociación bursátil. Es decir, y sin necesidad de entrar en un juicio de intenciones, la recurrente compra un escaso número de acciones conociendo los términos de la opa ya anunciada, por lo que dicha parte no se vio sorprendida por la opa sino que debía ser consciente de sus circunstancias. En este contexto no puede obviarse el escaso número de acciones que adquiere la actora, su conocimiento de las circunstancias esenciales de la opa, que le permitían valorar el riesgo que asumía con dicha compra, y el escaso o nulo beneficio que podría obtener de una eventual sentencia estimatoria dada la inviabilidad, al tratarse de una opa voluntaria, de la pretensión de recálculo que se contiene en el suplico de la demanda, cuyo conjunto de factores llevan a concluir que el interés de la demandante no es real, efectivo y legítimo para erigirse como parte recurrente en el actual proceso. En suma, concurre la causa de inadmisibilidad del presente recurso prevista en el artículo 69.b) de la LJ, y así deberá reflejarse en el fallo de nuestra sentencia. A mayor abundamiento, y en defecto lo anterior, concurriría una situación de abuso del derecho (artículo 7.2 del Código Civil) en el ejercicio de la acción judicial por parte de la actora. En este sentido es de añadir al conjunto de factores que hemos expuesto para motivar la falta de legitimación activa de la recurrente el hecho de que su porción de 4.000 acciones, mínima en relación con el capital social de Masmóvil, no alcanzaba la fracción mínima necesaria para gozar de legitimación para impugnar los acuerdos sociales [vid. artículo 495.2.b) de la LSC]. Este umbral mínimo para estar legitimado para impugnar los acuerdos sociales ex LSC fue introducido por la reforma operada por la Ley 31/2014 (vid. apartado IV de su exposición de motivos) precisamente para evitar situaciones de abuso de derecho que pudieran perturbar la vida corporativa. Este umbral no puede trasladarse de manera automática al recurso contencioso-administrativo al ser la legitimación activa un requisito procesal de orden público y no contemplarse el mismo en la LJ, por lo que no procede considerarlo en el ámbito de la legitimación activa. Ahora bien, por otra parte no podemos desconocer la unidad del ordenamiento jurídico y la necesidad de su coherencia interna, lo que exige tomar en cuenta el precitado umbral para valorar la posible concurrencia en el caso de una situación de abuso de derecho. En este sentido no podemos ignorar que las 4.000 acciones de la parte actora estaban muy lejos de alcanzar el umbral mínimo para obtener la legitimación según las previsiones legales de la LSC, a lo que se añade las circunstancias en que se produce la compra y la venta de tales acciones que vimos más atrás y el importante también dato del escaso o nulo beneficio que podría alcanzar dicha parte de una eventual sentencia estimatoria dada la inviabilidad del pretendido recálculo así como los graves perjuicios que se derivarían para*

terceros de dicha sentencia, elementos todos ellos que dibujan una situación de claro abuso de derecho en el ejercicio de la presente acción judicial que aparece contraria al ordenamiento jurídico, lo que hubiera motivado una sentencia desestimatoria en el caso de no concurrir la causa de inadmisibilidad del recurso por falta de legitimación activa.

Y continúa diciendo dicha sentencia, "**SEXO.**- *Se ha discutido sobre la cuantía del recurso, por lo que procede su fijación en sentencia (artículo 40.3 de la LJ). La pretensión de que se declare la nulidad de la resolución impugnada de la CNMV tiene un valor económico que se traduce en el importe de las, ventas cuya anulación se pretende, que asciende a 2.963.577.712,50 €, siendo ésta la cuantía del pleito, y sin que pueda atenderse al valor económico de la pretensión de recálculo al no reunir el requisito de certeza y liquidez en su importe (vid. artículo 252.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, de aplicación supletoria).*"**SEPTIMO.**- *La declaración de inadmisibilidad del recurso conlleva la imposición de costas a la parte actora (artículo 139.1 de la LJ)*".

Así pues, no teniendo legitimación para recurrir, no tiene acción y en consecuencia no procede que este tribunal se pronuncie sobre las otras cuestiones planteadas en el recurso precisamente por la recurrente no legitimada.

Procede, pues, la declaración de inadmisibilidad del presente recurso, así como la condena a la parte recurrente al pago de las costas, en los términos más arriba expresados.

FALLAMOS

- 1) Declaramos la inadmisibilidad del presente recurso contencioso-administrativo.
- 2) Fijamos la cuantía del recurso en 2.963.577.712,50 €.
- 3) Imponemos a la parte actora las costas del proceso.

Atendiendo a la reforma operada por la Ley Orgánica 7/2015, de 21 de julio, la presente es susceptible de RECURSO DE CASACIÓN que habrá de prepararse ante esta Sala en el plazo de TREINTA DÍAS a contar desde el siguiente al de la notificación y que podrá ser admitido a trámite si presenta interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia en los términos que se determinan en el art. 88 de la LJCA, lo que habrá de fundamentarse específicamente, con singular referencia al caso, en el escrito de preparación que, además, deberá cumplir con los requisitos que al efecto marca el art. 89 de la LJCA y cumplir con las especificaciones que al efecto se recogen en el Acuerdo de 19 de mayo de 2016, del Consejo General del Poder Judicial, por el que se publica el Acuerdo de 20 de abril de 2016, de la Sala de Gobierno del Tribunal Supremo, sobre la extensión máxima y otras condiciones extrínsecas de los escritos procesales referidos al Recurso de Casación ante la Sala Tercera del Tribunal Supremo (BOE 6-7-2016).

Con la notificación de la presente se le participa que el TS ha acordado (AUTO 1-3-2017) que, con arreglo a la previsión contenida en el artículo 89.2.c) LJCA, en supuestos de incongruencia omisiva de la sentencia que se pretende combatir, los recurrentes en casación, como presupuesto de procedibilidad, y antes de promover el recurso han de intentar la subsanación de la falta por el trámite de los artículos 267-5 LOPJ y 215-2 LEC. En caso contrario el recurso podrá ser inadmitido en ese concreto motivo.

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 (la exigencia de este depósito es compatible con el devengo de la tasa exigida por la Ley 10/2012, de 20 de noviembre, en vigor desde el 22 de dicho mes y año).

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.

PUBLICACION. Leída y publicada ha sido la anterior Sentencia por el magistrado ponente, Ilmo. Sr. Don JOSÉ FÉLIX MÉNDEZ CANSECO estando celebrando audiencia pública. Certifico

VOTO PARTICULAR QUE FORMULA EL MAGISTRADO JOSÉ FÉLIX MÉNDEZ CANSECO A LAS SENTENCIAS RECAÍDAS EN CADA UNO DE LOS RECURSOS NÚMEROS: 1936/20; 2346/20; 991/20; 2171/20; 2170/20 Y 2130/20.

La razón por la cual se formula voto particular a las expresadas sentencias, es, además de por lo que más abajo se dirá, por considerar (dicho sea con todo respeto a las personas que las redactaron), que las fundamentales cuestiones planteadas en los correspondientes recursos no han sido enjuiciadas, sino que más bien tales sentencias se han dedicado a inadmitir los recursos sin pronunciarse sobre el fondo del asunto haciéndose eco de las alegaciones de la Abogacía del Estado, que lo que de verdad ha interesado es que se declare la inadmisibilidad del recurso por falta de legitimación de las recurrentes evitando entrar en el fondo. Curiosamente, dichas sentencias en varios casos hacen referencias a cuestiones de fondo planteadas, dizque "*a mayor satisfacción de las partes*", y lo hacen también sobre la base de las alegaciones vertidas por la Abogacía del Estado.

PRIMERO. Antes de entrar a examinar las cuestiones que más adelante mencionaré, quiero hacer una precisión en referencia a la legítima actividad desarrollada por las diversas entidades y personas recurrentes que en algún caso por las demandadas se califica de "oportunista" o "especuladora", en un intento, quizás, de cuestionar de algún modo a aquellas y descalificar su legitimación procesal por supuestamente ostentar un "interés puramente económico".

En efecto; los recurrentes son sociedades y fondos que se ajustan a la definición de inversores profesionales, conforme al artículo 205 de la LMV. Lo mismo que las también diversas entidades privadas participantes en las negociaciones en el proceso de la OPA aquí cuestionada y que figuran como demandadas en los diversos recursos arriba expresados y que son personas y entidades inversoras, legítimamente especuladoras y que se guían, también legítimamente, por el criterio del máximo beneficio y el mínimo coste. Fondos "oportunistas" los hay en ambos lados del proceso. Y es perfectamente legítimo que aprovechen legalmente las oportunidades económicas que se les presenten.

Esta precisión resulta de interés para entender por qué la compra venta de acciones de Masmovil antes de aprobarse la exclusión no tiene el alcance que pretende dársele por la Abogacía del Estado y por las sentencias dictadas y de cuyo contenido discrepo.

Y es que no es de recibo considerar que las entidades y personas en este caso recurrentes actúan de modo irregular, como si se tratase de entidades sospechosamente especuladoras y oportunistas, cuando, como es el caso, lo que sucede es que han comprado acciones de Masmóvil con posterioridad al anuncio de la OPA y después las vendieron antes de la aprobación de la exclusión. Está claro que compraron legítimamente acciones (que otros legítimamente les vendieron), porque especularon y vieron una oportunidad de inversión legítima; y también está claro que después vendieron, naturalmente antes de la exclusión, por la sencilla razón, también legítima, de que, en caso contrario, una vez llegada la exclusión, sus acciones perderían el valor indudable que proporciona la liquidez en el mercado.

Hacer derivar del momento de la compra de las acciones la legitimación procesal de las recurrentes no se ajusta a derecho y carece de la menor cobertura legal.

Al parecer se trata de una invención u ocurrencia de la Comisión Nacional del Mercado de valores y de la Abogacía del Estado o viceversa (también en esto las sentencias de las que discrepo se hacen eco).

Con esto debería bastar para desvirtuar la fundamentación jurídica de las sentencias que han declarado la inadmisibilidad de los recursos. Sin embargo, hay más razones para ello.

SEGUNDO. Considero cuestiones fundamentales en todos los expresados recursos las siguientes:

1. La legitimación de la parte recurrente en cada uno de los recursos.

a) Los swaps y la legitimación.

Se ha negado legitimación de alguno de los recurrentes por el hecho de haber sido únicamente titulares de swaps.

Con los swaps un fondo de inversión o una gran compañía solicita al proveedor del swap que compre acciones de una compañía, generalmente, cotizada. Estas acciones constituyen el denominado subyacente. Así es aquí el caso de Polygon, donde los proveedores son Credit Suisse y Jefferies y el subyacente son acciones de Masmovil. Y con independencia de la revalorización o no de las acciones, es decir, el subyacente, quien soporta el riesgo es el inversor. En este caso, Polygon. El mismo riesgo que soportan los accionistas.

Concorre claramente un interés (económico) legitimador.

Véase, además, cómo el artículo 28.1 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, regula la obligación de notificar las participaciones significativas en sociedades cotizadas aunque no sean accionistas formales, mencionando expresamente los swaps.

Por otra parte, es de tener muy en cuenta la alegación de la parte recurrente, cuando dice que "a la CNMV le consta la declaración de los swaps que notificó en su día la demandante [...], declaración que sirvió para reflejar el interés económico del demandante en el folleto de la OPA y en el informe de la [CNMV] que sirvió de base a la autorización de la misma". Y añade también la parte que negar ahora la legitimación viola los principios de los actos propios, de la confianza legítima y de la buena fe (arts. 9 y 103 CE, 11.1 LOPJ, 247.1 LEC y 3 de la Ley de Régimen Jurídico del Sector Público).

b) Las acciones y la legitimación.

Como ya hemos visto más arriba, considero no ajustadas a derecho las sentencias de las que discrepo en cuanto niegan la legitimación para recurrir a las entidades y fondos que compraron acciones de Masmóvil con posterioridad al anuncio de la OPA y después las vendieron antes de la aprobación de la exclusión.

Además (y también discrepo), también se ha negado legitimación a las entidades que, aun teniendo acciones compradas antes de la aprobación de la OPA, su número es escaso. Se cita en la sentencia el artículo 495.2.b) de la LSC]: umbral mínimo para estar legitimado para

impugnar los acuerdos sociales ex LSC fue introducido por la reforma operada por la Ley 31/2014.

Sin embargo, considero que esta norma corresponde a un grupo normativo diferente cuya finalidad es claramente la legitimación para impugnar acuerdos sociales, y no tiene nada que ver con la relativa a la legitimación para recurrir ante la jurisdicción contencioso administrativa una actuación aprobatoria de una OPA y la posterior de exclusión.

Limitar el acceso a la jurisdicción de tal modo, vulnera el artículo 24 de la Constitución.

En definitiva, entiendo que no se ajusta a derecho inadmitir un recurso contencioso administrativo por una supuesta falta de legitimación que no concurre.

2. Alcance de la actuación administrativa recurrida; relación entre la aprobación de la OPA y la posterior aprobación de la exclusión por parte de la Comisión Nacional del Mercado de valores.

Según consta en las actuaciones, el 30 de octubre de 2020 el comité ejecutivo de la CNMV autorizó la exclusión de cotización de las acciones de Masmovil.

Este es el acuerdo que se impugna en el recurso 1936/2020.

Este recurso y el que se sigue también en este tribunal con el número 991/2020, aparecen relacionados, porque en esta último se impugna la aprobación de la OPA. El acto administrativo impugnado el curso 1936/2020, es el acuerdo de 30 de octubre de 2020 del Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que autoriza la solicitud de exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Masmóvil en las bolsas de valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia que fue presentada por dicha sociedad el día 26 de octubre de 2020.

El referido acto se impugna por considerar que el precio ofrecido y pagado en el marco del proceso de exclusión no es un precio equitativo y por lo tanto, la CNMV, no ha llevado a cabo correctamente la función legalmente encomendada de supervisar el modo de cálculo del precio y de que este se produzca conforme a los parámetros del RDOPAS y sea equitativo.

Es de acoger la alegación formulada por la parte recurrente cuando afirma que:

“el verdadero acuerdo de la CNMV dando su conformidad con el precio ofrecido como equitativo, se produce en el acto o acuerdo que ahora se impugna (el de autorización de la exclusión mediante la aplicación de la excepción a formular OPA de exclusión del artículo 11.d) del RDOPAS) y no con el previo acuerdo de 29 de julio de 2020 que autorizó inicialmente la OPA voluntaria sobre Masmóvil, y ello a pesar de que en dicha oferta inicial se anunciara ya el precio equitativo de una hipotética exclusión, que el oferente anunció que promovería si se daban las condiciones fijadas por él y se acompañaba el informe de valoración de PWC.

Al aprobarse la OPA voluntaria, la CNMV no tiene realmente que autorizar ningún precio para esa OPA, pues por su propia esencia de voluntariedad, el precio se ofrece libremente por quien promueve la OPA.

Por lo tanto, al dar el visto bueno a la OPA voluntaria, la CNMV no habría aprobado ningún precio para esa OPA (porque, como hemos indicado, no tiene que hacerlo). Tan solo se limitó a supervisar que se habían cumplido los requisitos formales de ese tipo de operaciones. Es cierto que el Folleto de la OPA contemplaba la hipótesis de una posterior exclusión y señalaba un supuesto precio equitativo por esa exclusión, pero en la medida en que en ese momento la exclusión era una mera hipótesis, el acuerdo de la CNMV autorizando la OPA voluntaria no entra en esa cuestión.

Sin embargo, cuando la condición propuesta por el oferente se cumple y se procede a la exclusión, la aprobación de ésta por la CNMV lleva implícita la verificación sobre la equidad del precio de exclusión ofrecido en su día en el Folleto de la OPA voluntaria y, finalmente, su aprobación.

Luego, debemos concluir necesariamente que el momento en que la CNMV debe probar metabolito nunca vomitando tabla para papa y aprobar como equitativo el precio de la exclusión es cuando aprueba dicha operación de exclusión, y aún con mayor sentido cuando aprueba que dicha exclusión se verifique sin mediar una OPA de exclusión. Este acuerdo es el que han impugnado las demandantes y es objeto de este procedimiento”.

Por lo tanto, si esta Sala hubiera decidido estimar el recurso interpuesto contra la autorización de la OPA y ordenar la retroacción de actuaciones (me refiero al recurso número 991/2020, que lo que dispuso en realidad fue inadmitir el recurso), entonces también debería estimarse el recurso formulado contra la exclusión y procedería la retroacción de las actuaciones para que la CNMV autorice después la exclusión al precio equitativo que corresponda y que la parte recurrente considera que debería ser superior al que se autorizó al aprobar la OPA.

Pero como quiera que no ha sido estimado dicho recurso número 991/2020, no por ello el recurso 1936/2020, donde se impugna la exclusión, deja de tener entidad propia, ya que la exclusión de negociación de las acciones deriva de la autorización de la OPA (tal y como expresamente consta en el texto de la resolución recurrida), autorización que, naturalmente, no podría haber tenido lugar en el caso de no ajustarse al ordenamiento jurídico, que es lo que la parte recurrente propugna formulando alegaciones de fondo contra aprobación de la OPA en un recurso dirigido contra la aprobación de la exclusión.

Y no es de recibo denominar (como hace alguna de las demandadas) a este modo de impugnación “impugnación indirecta”, como si se tratase de una relación acto-reglamento. Eso no tiene nada que ver. La relación de dependencia existente entre ambas autorizaciones (de la OPA y de la exclusión) es más bien una de las características de un grupo normativo, que en este caso conforma el proceso de la OPA litigioso.

Por ello en el recurso contra la exclusión es jurídicamente posible argumentar la anulabilidad del acuerdo de aprobación de la OPA, que es el acto administrativo del que trae causa.

Basta leer el acuerdo recurrido, de 30 de octubre de 2020 y se comprobará lo dicho.

3. Desigualdad de trato a los accionistas de Masmóvil.

Para un adecuado enjuiciamiento de esta cuestión han de tenerse en cuenta los antecedentes que siguen.

El 4 de marzo de 2020 tuvo lugar la constitución de la sociedad "Lorca Telecom BidCo, S.A.U." para realizar una oferta (OPA) por todas las acciones de Másmovil que cotizaban en la bolsa española. KKR, Providence y Cinven son los propietarios, a partes iguales, de la sociedad Lorca.

Entre abril y mayo de 2020 los compradores negocian con los mayores accionistas, con el consejo de administración y con el equipo directivo de Másmovil. Alcanzan determinados acuerdos: los 5 mayores accionistas (29,56% de las acciones) denominados "*accionistas reinversores*" recibirían dinero por sus acciones y comprarán acciones de Lorca, la empresa compradora.

Es de advertir en este punto, que concurren una serie de circunstancias en el proceso de aprobación de la OPA y la exclusión, que permiten concluir la falta de equidad en el precio fijado por la Comisión Nacional del Mercado de valores, 22,50 € por acción.

Es de recordar que el Tribunal Supremo, en Sentencia de 23 de mayo de 2005 (RJ 2005/4382), ha destacado la trascendencia de la intervención de la CNMV para salvaguardar, entre otros derechos, que todos los accionistas en igualdad de circunstancias reciban el mismo trato y que el órgano de administración actúe en interés de todos ellos.

Pues bien, examinaremos la situación de los accionistas reinversores y la de los minoritarios ante la exclusión. Y al efecto deberemos comprobar si como consecuencia de los expresados acuerdos entre los accionistas reinversores y el oferente han dado lugar o no al que no se aprecie un reparto equitativo del valor de la compañía entre todos los accionistas.

Según consta, los principales accionistas Masmóvil, que representaban el 29,56% de su capital y firmaron con el oferente el 31 de mayo de 2020 un compromiso irrevocable previo de vender sus acciones en el curso de la OPA al precio a 22,50 euros por acción. Dentro de los acuerdos alcanzados con el oferente es de destacar lo que en el folleto se denomina "compromiso de reinversión" en Lorca JVCo Limited, (sociedad íntegramente participada de modo indirecto por Cinven, KKR y Providence). De dicho "compromiso de reinversión" quedaban excluidos los accionistas minoritarios.

Así las cosas, si estuviera claro que se trataba de un "compromiso de reinversión", y no de un "derecho de reinversión", no se suscitaría la duda de una posible vulneración del principio de igualdad de trato.

Sin embargo, es lo cierto y averiguado que los principales accionistas de Masmóvil, que representaban el 29,56% de su capital firmaron con el oferente el 31 de mayo de 2020 (un día antes de la presentación de la solicitud de autorización de la OPA voluntaria) acuerdos de "compromisos irrevocables" con carácter previo a la venta de sus acciones en el curso de la OPA voluntaria al precio a 22,50 euros, y sus representantes en el consejo de administración de Masmóvil habrían de votar a favor de la redacción de un informe del Consejo de Administración favorable a la OPA como parte de los compromisos asumidos.

Tales "compromisos irrevocables" suscitan no sólo la cuestión relativa a la intervención de los consejeros afectados en el proceso, sino también el hecho de que la irrevocabilidad de estas aceptaciones dependía, entre otros extremos, de que no se formulara ninguna OPA

competidora a un precio superior a 26 euros por acción. Lo cual suscita la cuestión relativa a si el precio aprobado de 22,50 € cada acción, era un precio objetivo o bien, como los recurrentes alegan, un precio inferior al real, que podría llegar al menos a los 26 euros por acción.

Y así las cosas, además tales "compromisos irrevocables" suscitan la cuestión fundamental antes referida, que no es otra sino la posibilidad de que los denominados "compromisos de reinversión" para los accionistas mayoritarios fueran más bien derechos o compensación adicional o privilegios de reinversión, que no fueron otorgados a los accionistas minoritarios, los cuales no podían optar a esos denominados "compromisos de inversión".

Y en este caso, es evidente que el precio resultante no puede considerarse equitativo. Estaríamos ante un precio por acción de 22,50 para algunos y de 22,50 + x para otros.

Llama la atención la defensa que hace la Abogacía del Estado en este punto, cuando, pasándose, llega a afirmar lo siguiente:

*"83. En efecto en primer lugar, los primeros han suscrito un compromiso irrevocable de aceptación de la OPA durante los cinco primeros días del plazo de aceptación, que no tienen los segundos. **Lo anterior sitúa a los segundos accionistas (el resto) en una circunstancia completamente distinta a los primeros, situación mucho más favorable**, ya que el resto de accionistas tiene la posibilidad de aceptar la OPA durante todo el plazo de aceptación y revocar su aceptación hasta el penúltimo día. También pueden no aceptarla, para comprobar el volumen de aceptación final de los demás accionistas y, en su caso, vender tras la liquidación de la OPA en la orden de compra sostenida que debe realizar el oferente al mismo precio que en la OPA durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la misma (tal como impone el art. 11 d. RDOPAS). Incluso tienen la posibilidad de vender en todo momento y al margen de la OPA sus acciones en Bolsa hasta la exclusión de la sociedad. Ninguna de esas posibilidades la tienen los accionistas con compromisos irrevocables, que difícilmente pueden considerarse en iguales circunstancias".*

Es decir, que para la abogacía del Estado la situación de los accionistas minoritarios es "*mucho más favorable*" (sic).

Incluso si esto fuera cierto (que no), también tendríamos que concluir que el precio no es equitativo.

Lo cierto y averiguado es que en ningún caso concurre el requisito del trato paritario entre los accionistas.

Conclusión.

Por todo lo expuesto, considero que la actuación administrativa recurrida no se ajusta al ordenamiento jurídico, y lo procedente hubiera sido admitir los recursos, anular aquella y ordenar la retroacción de actuaciones para que la Comisión Nacional del Mercado de valores, observando el procedimiento legal, se pronunciará sobre el precio que estime como objetivo, paritario y equitativo de las acciones a que se contrae la litis.

José Félix Méndez Canseco, Magistrado.

Madrid, a 21 de diciembre de 2023.