

SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 20 DE DICIEMBRE DE 2023

Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª

Recurso núm.: 991/2020
Ponente: D. Francisco Díaz Fraile
Acto impugnado: Resolución de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, CNMV, de fecha de 29-7-2020 que autorizó la opa voluntaria sobre Masmóvil formulada por LORCA TELECOM BIDCO SAU.
Fallo: Desestimatorio (Inadmisibilidad)

Madrid, a veinte de diciembre de dos mil veintitrés

Visto el recurso contencioso administrativo que ante esta Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional ha promovido **POLYGON GLOBAL PARTNERS LLP y BLACKWELL PARTNERS LLC**, representados por el Procurador **D. ARN** contra la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, CNMV**, representada por el abogado del Estado, interviniendo como codemandados, **LORCA TELECOM BIDCO SAU**, representada por el Procurador **D. JBM** y **MASMOVIL IBERCOM, S.A.**, representada por la Procuradora, **D^a. LAL** sobre IMPUGNACIÓN AUTORIZACIÓN OFERTA PÚBLICA, siendo ponente el Ilmo. Sr. Magistrado de esta Sección, D. FDF.

ANTECEDENTES DE HECHO

PRIMERO.- El acto impugnado procede la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, CNMV, y es la resolución de fecha de 29-7-2020 que autorizó la opa voluntaria sobre Masmóvil formulada por Lorca.

SEGUNDO.- Interpuesto recurso contencioso administrativo ante esta Audiencia Nacional, una vez admitido a trámite y reclamado el expediente administrativo, se dio traslado a la parte 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 de la parte recurrente y que se confirmaran los actos impugnados por ser conformes a Derecho.

CUARTO.- Contestada la demanda, finalizado el periodo de prueba y finalizado el periodo de conclusiones, quedaron los autos conclusos para sentencia, señalándose para votación y fallo el día 12-12-2023, en el que efectivamente se votó y falló.

FUNDAMENTOS DE DERECHO

PRIMERO.- Se impugna la resolución de la CNMV de 29-7-2020 que autorizó la opa voluntaria sobre Masmóvil formulada por Lorca, terminando la demanda con la súplica que es de ver en autos.

SEGUNDO.- La demanda rectora del proceso articula -en síntesis- los siguientes motivos de impugnación: 1) la CNMV ha actuado arbitrariamente, incumpliendo gravemente su misión de proteger a los accionistas minoritarios; 2) la violación del artículo 137.2 de la LMV; 3) la falta de independencia de PWC viola lo previsto en el artículo 137.2 de la LMV (y en el artículo 11.d del Real Decreto 1066/2007); 4) el precio de la opa fue muy inferior al legalmente debido de acuerdo con el artículo 137.2 LMV (y con los artículos 10.5 y 10.6 RDOPAS), dados los graves errores cometidos por PWC; 5) unos pocos accionistas significativos recibieron una contraprestación total muy superior a la recibida por los accionistas minoritarios, violándose

los correspondientes artículos de la LMV y del RDOPAS; 6) la opa violó el artículo 150 de la LSC al incluir asistencia financiera prohibida; 7) la opa violó el artículo 42.4 del RDOPAS; 8) los términos en que fue formulada la opa impidieron de facto la presentación de ofertas competidoras, violando el espíritu de la LMV y del RDOPAS y lesionando los intereses de los accionistas minoritarios; 9) la opa violó el sistema de fijación de precios de las ofertas competidoras del artículo 45 del RDOPAS.

La demanda termina impetrando que se declare la nulidad de la resolución recurrida y se ordene a la CNMV recalcular el precio de la opa de acuerdo con la demanda y el informe pericial adjunto a la misma o, subsidiariamente que fije el precio de la opa en 46,81 euros por acción.

TERCERO.- La resolución impugnada de la CNMV de 29-7-2020 autorizó la opa de referencia presentada por Lorca el 1-6-2020 y admitida a trámite el 12-6-2020, cuya oferta se dirigía al 100% del capital social de Masmóvil, siendo la contraprestación de la oferta de 22,50 euros por acción, que se consideró entonces suficientemente justificada a efectos de lo previsto en los artículos 9 y 10 del RDOPAS y en el artículo 137.2 del TRLMV.

CUARTO.- Se tratará de ser claros y precisos, amén de congruentes, en la resolución de la litis, cumpliendo así el correspondiente mandato de las leyes procesales y obviando abundar en cuestiones sobradamente conocidas por las partes, cuyos escritos ponen de manifiesto su profundo conocimiento de la temática litigiosa.

Y así, será de indicar que las partes codemandadas oponen la inadmisibilidad del recurso contencioso con base en el artículo 45.2.d) de la LJ y en la falta de legitimación activa de la parte actora, cuyas causas de inadmisibilidad deben ser analizadas de manera prioritaria.

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 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.

QUINTO.- Nuestra sentencia habrá de declarar la inadmisibilidad del presente recurso. No obstante lo anterior, en orden a dispensar a las partes una mayor satisfacción jurisdiccional abordaremos de manera sintética las cuestiones de fondo del thema decidendi, y en esta línea podemos adelantar que no advertimos infracciones de procedimiento de carácter invalidante ni apreciamos que se haya desvirtuado la presunción de legalidad y acierto de la resolución recurrida en cuanto al precio de la opa.

Trataremos en primer lugar las cuestiones de procedimiento.

Se trata de una opa amistosa en que el anuncio de la misma fue precedido de un proceso de negociación que culminó en un denominado acuerdo de inversión entre la oferente y la sociedad afectada, acuerdo previo al anuncio de la opa y que explica una buena parte de sus circunstancias.

La intervención de BDO como asesor externo de la CNMV carece de importancia desde el punto de vista de una eventual infracción procedimental desde el momento en que se trata de un trámite no prevenido legalmente, recayendo sobre la CNMV la exclusiva responsabilidad de la decisión tomada al autorizar la opa de referencia.

No apreciamos concretos conflictos de interés en los consejeros de Masmóvil. Con abstracción del consejero dominical de Providence (que se abstuvo al tener esta última una participación en Masmóvil y ser uno de los miembros del consorcio oferente), no consta que los demás tuvieran concretos conflictos de interés ni en particular que los otros dominicales tuvieran un interés contradictorio con el interés social o el del resto de los accionistas, por lo que no es de apreciar vicio alguno en los acuerdos en que intervinieron. Además el artículo 24.1 del RDOPAS no contempla los posibles conflictos de interés de los consejeros para la emisión del informe que previene como causa de abstención, y siendo ello así para el informe del órgano de administración de la sociedad afectada no parece que deba ser de otra forma para las negociaciones que precedieron al acuerdo de inversión previo al anuncio de la opa. Desde otro punto de vista no puede desconocerse a la hora de valorar la transcendencia de cualquier

posible vicio padecido en el precitado informe del órgano de administración respecto de la resolución aquí recurrida que el referido informe es posterior a la resolución impugnada de la CNMV. En esta misma línea es de reseñar que el precitado informe ex artículo 24.1 del RDOPAS es de la responsabilidad del órgano de administración, por lo que irrelevante deviene que este último recibiera el asesoramiento de Goldman Sachs y el eventual conflicto de interés en que esta entidad hubiera podido incurrir (vid. sentencia del Tribunal Supremo de 23-11-2020).

No se aprecia que las contraprestaciones a los accionistas reinversores violen la norma de igualdad de trato entre los titulares de valores que se encuentren en igualdad de circunstancias ex artículo 14.1 del RDOPAS. Los acuerdos con los accionistas reinversores están previstos en la normativa y amparados por el principio de libertad contractual; no existe igualdad de circunstancias entre los accionistas reinversores y el resto de accionistas; la igualdad de trato, en cualquier caso, resulta en el caso de ofrecerse el mismo precio (22,50 €) para todas las acciones; la reinversión no se contempla en los acuerdos como un derecho, sino como una obligación; la reinversión en Lorca parece financieramente equivalente al precio de la opa y no se advierte un trato privilegiado, por lo que además no genera un conflicto de interés.

No existe violación del artículo 150 de la LSC. Las compensaciones pactadas de 22.600.000 € no constituyen asistencia financiera pues se contemplan precisamente para el supuesto de que la opa no prospere debido al éxito de una oferta competidora o por determinadas operaciones corporativas de Masmóvil; son dos compensaciones incompatibles, la primera está prevista en el RDOPAS (vid. artículo 42.4) y la segunda no está prevista pero sí está amparada en el principio de autonomía contractual y está en línea con los términos pactados en el acuerdo de inversión, que permitía que Masmóvil continuara con su estrategia de crecimiento y desarrollo, lo que hubiera podido frustrar la opa. En fin, las referidas compensaciones cumplen los requisitos del RDOPAS.

No se imposibilitan las ofertas competidoras, aunque sí se dificultan por los acuerdos con los accionistas reinversores. Estos acuerdos están amparados por el principio de libertad contractual, están previstos en la normativa, y tienen el límite de la igualdad de trato entre accionistas en iguales circunstancias. Ya vimos más arriba que no existe dicha igualdad de circunstancias entre los reinversores y los demás accionistas y que, en cualquier caso, la igualdad de trato está garantizada con el mismo precio para todos los accionistas. Además, el acuerdo con los accionistas reinversores no llegaba a un 30% del capital social, por lo que no vinculaba a la mayoría de los accionistas, a lo que es de añadir que el límite de los 26 € establecido en el pacto no era demasiado alto para la tesis de la recurrente, que defiende un precio de la acción muy superior, por lo que aquellos 26 € no serían un obstáculo insalvable. Por último, Masmóvil creó una comisión de seguimiento con el objetivo -entre otros- de buscar posibles ofertas competidoras, sin que, no obstante, obtuviera ningún resultado positivo al efecto.

No hay violación del sistema de fijación de precios en el contexto de las ofertas competidoras ya que los límites que previene el artículo 45.6 del RDOPAS se dan solo en la última fase de mejora, a la que solo puede acudir el primer oferente, que no tiene estos límites en las fases previas de mejora.

El acceso del oferente a información relativa a los proyectos Duero, Uclés y Monterrey en la fase previa al anuncio de la oferta se entiende en el contexto de lo que era una opa amistosa, estando dicho acceso amparado por el Reglamento UE 596/2014 (RAM) y cumpliéndose los requisitos de este último pues dicha información se dio a conocer al mercado mediante dos CIP antes del plazo de aceptación de la opa (vid. artículo 9.4 del RAM), a lo que es de añadir que existía la garantía de la igualdad informativa ex artículo 46 del RDOPAS (que no se llegó a aplicar ante la ausencia de ofertas competidoras).

Y, por último, en lo que se refiere al precio de la opa tampoco advertimos que el mismo sea contrario a Derecho, según exponemos a continuación.

En primer lugar, es de notar que las previas relaciones comerciales de PWC con la oferente y la sociedad afectada no le hacen perder su condición de experto independiente dada la naturaleza de aquellas relaciones y el devengo de sus honorarios con independencia del resultado de la opa, sin que se aprecie ningún conflicto de interés en sentido estricto para la elaboración del informe que llevó a cabo.

El precio de la opa estaba condicionado por el contexto normativo del artículo 137.2 del TRLMC y del artículo 11.d) del RDOPAS, pero ello no convertía a la opa, que era voluntaria por su propia naturaleza, en una opa obligatoria.

Dicho lo anterior, el informe de PWC y la resolución impugnada de la CNMV que aprueba la opa se adaptan a las exigencias de aquel contexto normativo. La cuestión de la fijación del precio de la opa es una cuestión eminentemente técnica, que obedece a un juicio prudencial y goza en un principio de la presunción iuris tantum de legalidad y acierto de toda actuación administrativa, que en el caso no ha sido desvirtuada. La Sala ha valorado las distintas pruebas periciales y documentales aportadas en las actuaciones y conforme a las reglas de la sana crítica entiende que aquella presunción de acierto se ha mantenido incólume dado el resultado y motivación de las respectivas pruebas periciales y de las correspondientes documentales, de donde no fluye ningún error manifiesto o arbitrariedad en la fijación del meritado precio de la opa.

En definitiva, no apreciamos vicios de procedimiento o de fondo con incidencia en la fijación del precio de la opa. Dicho lo anterior, es de señalar que devendría además inviable la pretensión de recálculo del precio por tratarse de una opa voluntaria, de tal manera que, aunque el precio no era libre y estaba condicionado por determinados parámetros legales, la decisión de la CNMV no podía ser sino de autorización o denegación de la opa, sin tener facultades para imponer una concreta modificación del precio de la misma, cuyo límite alcanza a este Tribunal en su labor revisora.

SEXTO.- 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).

FALLAMOS

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

Esta 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.

Así por esta nuestra sentencia, lo pronunciamos, mandamos y firmamos.

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.