

**SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 27 DE DICIEMBRE DE**  
**2013**

**Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª**

**Recurso nº:** 87/2012  
**Ponente:** Don Santiago Pablo Soldevila Fragoso  
**Acto Impugnado:** Resolución de la CNMV de 28 de diciembre de 2011.  
**Fallo:** Desestimatorio

Madrid, a veintisiete de diciembre de dos mil trece.

VISTO, en nombre de Su Majestad el Rey, por la Sección Sexta de la Sala de lo Contencioso-Administrativo, de la Audiencia Nacional, el recurso nº 87/12, seguido a instancia de Doña M.P. y Don M.D.C., representados por el Procurador de los Tribunales Don I.A.L., con asistencia letrada, y como Administración demandada la General del Estado, actuando en su representación y defensa la Abogacía del Estado. Ha intervenido en la condición de codemandada Inversiones Inmobiliarias y Desarrollo (Imydesa), representada por el Procurador de los Tribunales Don J.D.L. El recurso versó sobre impugnación de Resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la cuantía se fijó en menos de 600.000 €, e intervino como ponente el Magistrado Don Santiago Soldevila Fragoso. La presente Sentencia se dicta con base en los siguientes:

## ANTECEDENTES DE HECHO

**PRIMERO:** Para el correcto enjuiciamiento de la cuestión planteada es necesario el conocimiento de los siguientes hechos:

1. Los recurrentes eran titulares de 4.670 acciones, la mitad cada uno, de la mercantil Rústicas SA, lo que les atribuía un porcentaje de 0,11675% de su capital social.

Rústicas SA, la sociedad objeto de la OPA, fue constituida el 21 de junio de 1947, y su objeto social inicial era la transformación y mejoramiento de la explotación de fincas rústicas, ampliándose posteriormente a las investigaciones mineras, explotación de negocios turísticos, transporte nacional e internacional de mercancías, y desarrollo de actividades financieras, entre las que destaca Xeresa Golf en la que invirtió 20 millones de euros entre capital y un préstamo participativo. El 80% de la valoración de sus activos reside en el valor de mercado de su inmovilizado.

La actividad bursátil de Rústicas SA, descendió de manera notable a partir del año 2006. Desde esa fecha, hasta el 30 de junio de 2009, fecha de la última operación cruzada en el mercado, únicamente se ha producido contratación en 9 sesiones, oscilando el precio de la acción entre 125 y 19 euros. Desde el inicio de 2005 se han cruzado operaciones en el mercado en 19 ocasiones, concentrándose el 97% del volumen en una sola operación, realizada el 30 de septiembre de 2008 en la que la acción se vendió a 90 euros.

Imydesa, la sociedad que lanza la OPA, es una entidad mercantil de cartera no admitida a negociación en Bolsa, controlada de forma directa o indirecta por la familia C.C., familiares de los recurrentes. Su activo está compuesto fundamentalmente por participaciones a largo plazo en empresas del grupo y asociadas.

2. La mercantil Imydesa formuló una OPA de exclusión de cotización de las acciones de la mercantil Rústicas SA, siguiendo los siguientes trámites:

-El 7 de marzo de 2011 la CNMV publicó como hecho relevante y con el nº 139.849, el anuncio previo en el que se hacía referencia a que la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Rústicas SA, en su reunión de 7 de marzo de 2011 acordó, con el voto favorable del 98,91663% del capital social, la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de dicha entidad, de la contratación pública y cotización oficial, de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona y Valencia.

-Con carácter previo a la celebración de la referida Junta, el Consejo de Administración de Rústicas, puso a disposición de los accionistas el informe de valoración emitido por la consultora One to One Capital Markets (One to One), que especifica las razones por las que se considera que la exclusión de cotización es lo más conveniente para los intereses de la sociedad y sus accionistas, justificando el precio propuesto, de 20,28 euros por acción.

-El 7 de abril de 2011 Imydesa solicitó a la CNMV autorización para realizar la OPA de exclusión. Acompañó el acuerdo decidiendo promoverla, y el folleto explicativo.

-El 14 de abril de 2011, el DG de Mercados de la CNMV y su Vicepresidente, dictaron una propuesta de acuerdo sobre la admisión a trámite de la OPA, que fue informada favorablemente por los servicios jurídicos de la CNMV. Su admisión a trámite fue declarada el 14 de abril de 2011, y a continuación, publicada la decisión en su página web.

-El 20 de diciembre de 2011, la DG de Mercados emitió un informe en el que se examinaba el folleto antes mencionado, y en el que consta la actividad desplegada por la CNMV cerca de la solicitante de la OPA, a fin de clarificar todos los extremos de la operación.

-El 28 de diciembre de 2011, el Consejo de la CNMV autorizó la OPA.

-Recibidas las aceptaciones a la OPA, las Bolsas de Valores mencionadas comunicaron el 16 y 17 de enero de 2012 a la CNMV, el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas, incluyéndose en la comunicación de hecho relevante de 17 de enero de 2012, el resultado positivo de la OPA de exclusión

-Las ofertas fueron liquidadas por el procedimiento establecido por Iberclear, quedando excluidas de cotización las acciones de Rústicas, lo que fue comunicado por hecho relevante de las Bolsas mencionadas los días 24 y 35 de enero de 2012.

-El 24 de enero de 2012, se dejó constancia por diligencia de la retirada del aval aportado por Imydesa en garantía de las obligaciones de pago de la OPA de exclusión.

3. La autorización de la OPA, acordada por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, mediante resolución de fecha 28 de diciembre de 2011, se realizó en los siguientes términos:

a) La oferta se dirige al 100% del capital social de Rústicas SA, compuesto por 4.000.000 de acciones, admitidas a negociación en el segmento de corros de las Bolsas de Madrid, Barcelona y Valencia.

b) Al encontrarse inmovilizadas 3.944.073 acciones, la oferta se extiende modo efectivo a 55.927 acciones de Rústicas SA, representativas del 1,40% del capital social y de los derechos de voto.

c) El precio de la oferta es de 20,28 euros por acción, fijado de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10 del RD 1066/07 de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

**SEGUNDO:** Por la representación de la actora se interpuso recurso Contencioso-Administrativo contra la resolución precedente, formalizando demanda con la súplica de que se dictara sentencia declarando la nulidad del acto recurrido por no ser conforme a derecho. La fundamentación jurídica de la demanda se basó en las siguientes consideraciones:

1. Arbitrariedad de la resolución de 28 de diciembre de 2011, e infracción del artículo 54 de la Ley 30/1992 y 9.3 de la CE:

-La CNMV desechó el informe de valoración inicial de la entidad One to One presentado el 27 de mayo de 2010, solicitando de Rústicas SA el 14 de junio de 2011, un informe de valoración alternativo actualizado, para fijar el precio de la acción. El 8 de septiembre de 2011 se recibió en la CNMV un informe elaborado por PwC, que no fue aceptado. El 24 de septiembre de 2011 se presentó por One to One, la segunda versión de su informe, que fue objeto de sucesivas aclaraciones durante los meses de octubre y noviembre. No obstante, el 9 de diciembre de 2012, se publicó como hecho relevante dicho informe como definitivo, y sin justificar el cambio de criterio respecto de su idoneidad, la CNMV autorizó el precio de la OPA sobre la base del referido informe.

- Esta infracción debe ponerse en relación con los artículos 34.5 y 60 de la LMV y el artículo 9, 10.5 y 6 del RD 1066/07 en orden a la fijación de un precio equitativo de la acción.

2. Infracción de los artículos 34.5 y 60 de la LMV y de los artículos 9, 10 y 17 del RD 1066/2007, dado que el precio de 20,28 euros por acción fijado en el acto de autorización de la OPA es notoriamente inferior al precio real de la acción.

Para llegar a esta conclusión se esgrimen los siguientes argumentos:

-El valor real de la acción es el que se establece en el informe emitido por la entidad UHY- Fay and Co, que subraya numerosos errores del informe de One to One, dado que ha seguido un método de valoración inadecuado, aparece una falta de uniformidad en la presentación y aplicación de los criterios contables de la dirección de Rústicas SA, se aprecian errores en la utilización de variables para la valoración, y además aparecen errores aritméticos en la presentación de la valoración.

-El método de valoración "suma de partes" empleado por One to One no se cita de forma expresa en el artículo 10 del RD 1066/2007.

-El informe del Consejo de la CNMV de 22 de diciembre de 2011 reconoce un valor medio de la acción de 88,79 euros, y a partir de 2008 se produce un bloqueo artificial del volumen de operaciones en Bolsa de la recurrente, propiciado por la actitud de los propietarios de Imydesa con la intención de hacer disminuir el valor de las acciones de Rústicas, a fin de lanzar la OPA de exclusión. En estas circunstancias, el método de cálculo del valor medio promediado de la acción en ejercicios anteriores hubiera sido más adecuado. En esta misma línea subraya que, el informe parcial que acompaña con su demanda, emitido por la entidad UHY-Fay and Co, según el cual, el precio de la acción debe ser el de 105,78 euros para lo que emplea el método de descuento de flujos de caja.

**TERCERO:** La Administración demandada contestó a la demanda oponiéndose a ella con la súplica de que se dicte sentencia desestimando el recurso y declarando ajustada a derecho la resolución recurrida. Para sostener esta pretensión se alegó lo siguiente:

1. En primer lugar delimita el acto impugnado, resolución de la CNMV de 28 de diciembre de 2011, por el que se autoriza OPA por exclusión objeto de la presente controversia, orillando cualquier otra cuestión alegada por la recurrente ajena a este extremo.

2. Invoca la STS de 23 de mayo de 2005, especialmente en lo que se refiere a las condiciones del procedimiento de autorización de la OPA, el deber de motivación de dicho acuerdo, y la valoración de la acción para concluir que el recurso debe desestimarse, al haber respetado la CNMV todos los parámetros exigidos por la referida sentencia.

3. Motivación: El informe elevado por la DG de Mercados de la CNMV al Consejo de 22 de diciembre de 2011, al que se remite el acuerdo impugnado, contiene una motivación detallada y precisa de las circunstancias y razones por las que la OPA fue autorizada en los términos en los que se hizo, por lo que no cabe imputar defecto alguno de la resolución recurrida por este motivo.

4. Valoración de la acción:

-En ningún momento la CNMV invalidó la el informe emitido por la consultora One to One, ya que se limitó a requerir información adicional. Si la recurrente estima que el precio de la acción ha sido fijado de manera arbitraria por la CNMV, debe aportar pruebas suficientes, lo que no ha hecho, constatándose que el informe aportado por PwC sugiere un valor de la acción de 13,08, inferior a los 20,28 que propuso One to One.

5. Valoración hecha por la CNMV e informe UHY, adjunto a la demanda:

-La demanda no desvirtúa los argumentos expuestos por la CNMV en informe de 22 de diciembre de 2011. La recurrente no responde al razonamiento de la CNMV sobre la justificación del deterioro del inmovilizado contabilizado a partir de 2008, ni tampoco al hecho relativo a que la valoración de la acción propuesta por la reclamante pasa por la modificación de su plan de negocio.

-Sobre el método de valoración empleado: Estima que es de aplicación el artículo 10.5 del RD 1066/2007 y el método de suma de partes, que fue el empleado por One to One. Ello es así, dada la situación de la compañía, sociedad altamente intensiva en activos fijos, pues se trata de una sociedad inmobiliaria y de tenencia de acciones, que pudiera obtener un mayor valor por la enajenación de sus activos que por la explotación de los mismos.

La recurrente sobre este punto se limita a hacer afirmaciones categóricas sin base probatoria. La discrepancia de la recurrente no reside tanto en el método de valoración empleado, como en las hipótesis aplicadas sobre el método de valoración.

- Errores denunciados por UHY en relación con otros informes: no termina de justificar los errores de One to One denunciados, que se refieren al método de cotización media ponderada, y en la aplicación del método de descuento de flujos de caja. Destaca que las proyecciones de UHY incorporan un incremento medio de los ingresos del 32% anual entre 2010 y 2015, mientras que las proyecciones de One to One y PwC representan un 2% anual. Las proyecciones de UHY suponen una evolución del margen EBITIDA que van del 42% al 85%, mientras que las de las otras dos consultoras promedian un 30%. Finalmente el crecimiento neto para UHY resulta en torno al 45%, frente al 8% anual de los informes alternativos.

-Errores de valoración del informe UHY: Denuncia los siguientes:

La estimación del ejercicio 2010 no concuerda con las cuentas anuales de 2010, la estimación de 2011 tiene importantes diferencias en relación con los estados financieros de Rústicas relativos al tercer trimestre de 2011, las proyecciones de UHY son desproporcionadas, la tasa de descuento que utiliza UHY es la del 4,2% correspondiente al Bono del Estado a 5 años, sin indicar fecha de referencia, lo que es erróneo al no aplicar la metodología del descuento de flujos de caja correctamente que supone descontar los flujos a una tasa calculada mediante el coste medio ponderado del capital. Finalmente, el valor otorgado por UHY a Rústicas supone múltiples desproporcionados sobre sus magnitudes históricas y estimadas.

**CUARTO:** Don J.D.L., Procurador de los Tribunales y de Inversiones Inmobiliarias y Desarrollo (Imydesa), compareció en las presentes actuaciones en calidad de parte codemandada y procedió a contestar a la demanda en los siguientes términos.

1º. La exclusión de cotización de los valores de Rústicas se realizó conforme a los requisitos exigidos por la normativa en vigor y más en concreto por el artículo 34 de la LMV y el RD 1066/2007 de 27 de julio.

2º. Sobre la valoración del precio de las acciones, subraya que éste se obtuvo aplicando conjuntamente los métodos de valoración señalados en el artículo 10 del RD 1066/2007, extremo que resulta confirmado por el Informe de la Dirección General de Mercados de la CNMV de 22 de diciembre de 2012, al que se remite el acuerdo que autoriza la OPA. Las provisiones por el inmovilizado de las cuentas de Rústicas, son consecuencia de la crisis inmobiliaria que se inicia en 2008, subrayando que las tasaciones se realizaron por una tasadora independiente. El informe pericial de la recurrente no tiene en cuenta los efectos de la crisis de 2008.

3º El informe de valoración aportado por One to One, y aprobado por la CNMV es correcto, dadas las circunstancias particulares de Rústicas. En el mismo se realiza un análisis de todos los métodos de valoración previstos en el artículo 10 del RD 1066/2007, desechando la aplicación al presente caso de alguno de los contemplados en el mismo. El artículo 10.6 del RD citado señala que deben tomarse de forma conjunta los métodos de valoración, y así lo ha hecho el informe, descartando la aplicación individualizada de los valores obtenidos con cada método, no pudiendo ser el precio autorizado, inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del RD 1066/2007, y el que resulte de la apreciación conjunta de valores. Ni el oferente ni las personas que actúan en concierto con él, han adquirido o acordado la adquisición de acciones de Rústicas en los 12 meses anteriores al anuncio de la oferta. Procede aplicar el artículo 10.5 del RD.

4º El informe de PwC, también empleando una metodología correcta, llega a fijar un precio de la acción inferior, que fue desechado por la CNMV para proteger a los accionistas minoritarios.

El informe de UHY-Fay and Co, aportado el 19 de junio de 2012, imputa a los otros informes, sin prueba alguna, la existencia de un error al aplicar como gastos unos deterioros al inmovilizado y por otra parte, no menciona los efectos de la crisis de 2008 en el sector inmobiliario. Atribuye a Rústicas, un incremento medio de ingresos desproporcionado, y pretende extrapolar los beneficios extraordinarios de un ejercicio, 2007, a todos los años. Los mismos razonamientos los estima aplicables al informe Económico Rústicas SA.

5º. La CNMV autorizó la OPA sobre la base de un análisis exhaustivo de los informes presentados por todos los interesados, y tras exigir rectificaciones y precisiones sobre la información presentada, dictó el acuerdo correspondiente.

6º. Niega la existencia de maniobras por parte del matrimonio C.C. en orden a manipular el precio de la acción, en los años anteriores al lanzamiento de la OPA. Tras unos planteamientos iniciales al respecto, en 2008, la decisión sobre el lanzamiento de la OPA se adopta en 2011.

7º. Niega la existencia de indefensión de los demandantes ya que sus observaciones y alegaciones, a pesar de no ser parte en el procedimiento, pudieron ser tenidas en cuenta tanto por el Informe de la DG de Mercados de 22 de diciembre de 2012, como por la propia resolución objeto de recurso.

**QUINTO:** Practicada la prueba declarada pertinente, se acordó en sustitución de la vista el trámite de conclusiones que fue evacuado por las partes.

**SEXTO:** Señalado el día 15 de octubre de 2013 para la votación y fallo ésta tuvo lugar en la reunión del Tribunal señalada al efecto.

**SÉPTIMO:** Aparecen observadas las formalidades de tramitación, salvo la de dictar sentencia en plazo, que son las propias del procedimiento ordinario, contempladas en los artículos 45 a 77 de la Ley 29/1998 de 13 de julio de la Jurisdicción contencioso-administrativa.

## FUNDAMENTOS JURÍDICOS

**PRIMERO:** La cuestión que se plantea en el presente proceso es la relativa a determinar el ajuste legal de la Resolución de fecha 28 de diciembre de 2011 dictada por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en cuya virtud se acordó:

Autorizar la oferta por exclusión de Rústicas SA, presentada por Inversiones Mobiliarias y Desarrollo SA, el día 7 de abril de 2011 y admitida a trámite el 14 de abril de 2011, 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 20 de diciembre de 2011.

La oferta se dirige al 100% del capital social de Rústicas SA, compuesto por 4.000.000 de acciones, admitidas a negociación en el segmento de corros de las Bolsas de Madrid, Barcelona y Valencia.

Se encuentran inmovilizadas 3.944.073 de acciones, representativas del 98,60% del capital social y de los derechos de voto que no podrán ser transmitidas de ninguna forma hasta la finalización de la oferta. En consecuencia, la oferta se extiende de modo efectivo a la adquisición de 55.927 acciones de Rústicas, representativa del 1,40% del capital social y de los derechos de voto.

El precio de la oferta es de 20,28 euros por acción y ha sido fijado por Rústicas SA de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 210 del RD 1066/2007 de 27 de julio, sobre régimen de las ofertas de adquisición pública de valores.

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 7 del artículo 10, los valores quedarán excluidos de la negociación cuando se haya liquidado la operación.

**SEGUNDO:** El primer motivo de recurso planteado por la recurrente se articula en torno a la denunciada arbitrariedad en la forma de proceder de la CNMV durante la tramitación del procedimiento, que da lugar, en opinión de la recurrente, a una resolución carente de la motivación suficiente.

Tanto el Tribunal Constitucional, como el Tribunal Supremo han elaborado un extenso, uniforme y concordante cuerpo de doctrina en el sentido de destacar, tanto la importancia de la existencia de motivación en las resoluciones administrativas, presupuesto formal del acto, constitucionalmente exigido por el artículo 120 CE, como la finalidad de la misma, esencialmente concebida para que el destinatario de la resolución conozca las razones que justifican la decisión de la Administración, garantizar el principio de igualdad de trato e interdicción de la arbitrariedad y posibilitar la defensa del recurrente, que de esta manera podrá ejercer su derecho a impugnar el acto articulando concretos y precisos argumentos. Se pronuncia en este sentido la STS de 23 de mayo de 2005, invocada por ambas partes, que también es relevante en este caso por incidir en otro aspecto relevante vinculado con el deber de motivación, y este es el valor de los informes incorporados al expediente.

La jurisprudencia sobre este punto es muy clara y considera que la motivación del acto se integra, sin dificultad, con todos los elementos de información que se encuentran en el expediente, en la medida en que la resolución los haya tomado en consideración como base o apoyo de la decisión final. Por lo tanto, los informes que la decisión valora y asume y a los que expresamente se remite, forman parte indisoluble del acto e integran su motivación. En el presente caso, esto es lo que ocurre con el Informe elaborado el 22 de diciembre de 2011 por la Dirección General de Mercados de la CNMV y la propuesta de acuerdo sobre autorización de la OPA, de la misma fecha. En ambos documentos, de forma muy precisa y detallada, se indican, tanto los trámites procedimentales seguidos durante la tramitación, aspecto fundamental para garantizar los derechos de defensa de todos los implicados en la OPA, sean o no partes en sentido estricto en el procedimiento, como los concretos argumentos que han justificado la fijación de un concreto precio por acción. Estas son dos cuestiones relevantes que se solapan con el siguiente motivo de recurso y que por ello se analizarán en el FJ 3 de esta sentencia.

La respuesta a las alegaciones de la recurrente en relación a este motivo de recurso, quedaría incompleta si no se hiciera mención a la denunciada arbitrariedad de la CNMV, vinculada al hecho de haber rechazado un informe elaborado por la consultora One to One, para posteriormente, sin mayor justificación, aceptarlo como base de la decisión de autorización de la OPA.

El examen de las actuaciones dista mucho de corroborar las afirmaciones de la recurrente, pues consta en autos que el 7 de abril de 2011, se presentó la solicitud de autorización de la OPA, a la que se acompañó un informe de la consultora One to One de fecha 25 de noviembre de 2010. La CNMV procedió a requerir a los solicitantes para que aportaran información complementaria, lo que hicieron el 23 de mayo de 2011. Posteriormente, el 14 de junio de 2011, la CNMV requirió nuevamente a los solicitantes de la OPA para aportaran un nuevo informe, emitido por otra consultora independiente, lo que se hizo el 8 de septiembre de 2011 mediante el llamado informe PwC. Dicho

informe fue también sometido a las aclaraciones que solicitó la CNMV, y fue finalmente completado mediante documento de 10 de noviembre de 2011.

En los folios 1667 y 1668 del informe de la DG de Mercados, se resume la actividad de la CNMV a este respecto, y expresamente se indica que mantuvo numerosas comunicaciones telefónicas con los asesores del oferente, y que con los expertos que aportaron las valoraciones se celebraron varias reuniones, se revisaron 6 versiones del folleto, informativo, 4 versiones del informe de valoración de One to One, 3 versiones del informe de valoración de PwC y se remitieron hasta 6 requerimientos de información.

En estas circunstancias, no pueden compartirse las afirmaciones de la recurrente en el sentido expuesto, pues la CNMV nunca rechazó el informe de One to One, sino que lo sometió a un riguroso examen, que dio lugar a las aclaraciones y precisiones mencionadas e, incluso, a la petición de un informe alternativo.

Por todo ello, procede desestimar este motivo de recurso.

**TERCERO:** El segundo motivo de recurso se concentra justamente en el procedimiento seguido por la CNMV para fijar el valor de la acción, y de forma muy específica en la justificación misma del precio finalmente consignado, pues mientras los recurrentes consideran que el valor de la acción debió fijarse en 105,78 euros, la CNMV lo estableció en 20,28 euros por acción.

Con carácter previo a las concretas cuestiones planteadas resulta procedente hacer una mención a la jurisprudencia del TS sobre esta cuestión, debiendo mencionarse de forma singular la STS de 23 de mayo de 2005, invocada por ambas partes y la más reciente de 21 de marzo de 2013 que esencialmente viene a ratificar los principios, mantenidos en la primera.

Esta jurisprudencia destaca el carácter reglado de la autorización de la CNMV, debiendo la Sala centrar su control en el respeto a las normas de procedimiento, establecidas en el RD 1066/2007 de 27 de julio sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones, respecto de la tramitación del procedimiento y la concesión de la autorización, y también respecto de la oferta y el precio ofrecido.

Las reglas de procedimiento se han respetado escrupulosamente, como ya se ha anticipado, y como se pone de manifiesto en el Antecedente nº 2 de esta sentencia, sin que en ningún momento se haya causado indefensión a la recurrente, pues sus alegaciones e informes técnicos, fueron tenidas en consideración por la CNMV antes de dictar su resolución.

La cuestión, sin embargo, que más ha suscitado el interés de las recurrentes y lógicamente de la contraparte, es la relativa a la fórmula para la fijación del precio de la acción, para lo cual la CNMV goza de un margen de apreciación relevante. A estos efectos, debe recordarse, de acuerdo con la doctrina de las SSTS antes mencionadas, y en relación con el artículo 34 de la LMV, que el principio de autorización de oferta pública de adquisición de acciones de exclusión, se justifica como contrapartida

institucional a la pérdida de liquidez derivada de la exclusión de la negociación bursátil, y otorga la posibilidad a los titulares de valores de vender sus títulos en condiciones de equitatividad, mediante una compensación justa y en metálico, para los accionistas que decidan aceptarlas y evitar así, perjuicios al accionista minoritario por la eventual pérdidas de valor de la acción originada por la reducción de su liquidez. De esta forma, se garantiza la transparencia y objetividad de la operación, y se salvaguardan intereses como el trato igualitario de los accionistas, la posibilidad de tomar las decisiones se haga sobre la base de la información adecuada y con el margen de tiempo suficiente, la actuación objetiva e imparcial del órgano de administración de la sociedad afectada, la evitación de creación de falsos mercados de títulos de la sociedad afectada, de la oferente o de otra implicada en la oferta, o la evitación de prolongación de una situación de incertidumbre sobre la sociedad afectada.

Por otra parte y a los efectos de encontrar una referencia de lo que debe entenderse por precio equitativo, la Directiva 2004/25/C, señala que éste será "el 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. El artículo 9.1 del RD 1066/2007, lo concretó en 12 meses.

**CUARTO:** La cuestión central que resta por analizar en el presente caso es pues, la relativa a la determinación del carácter equitativo del precio fijado por acción. Para ello, y frente al criterio de la CNMV, que lo estableció en 20,28 euros por acción, la Sala debe analizar los informes aportados, tanto por los oferentes como por los afectados por la OPA, en este caso, los recurrentes en este proceso. Hay que destacar que la CNMV procedió a fijar el precio de 20,28 euros, a pesar de que el informe de PWC, que se consideraba más correcto y actualizado, aconsejaba el de 13,09, y ello por razones de economía y practicidad, teniendo en cuenta el interés del inversor minoritario tal y como se desprende del texto del folleto de la oferta autorizada por la CNMV. Por esta razón se omiten en esta sentencia comentarios y valoraciones sobre el informe emitido por PwC.

Por lo que respecta al informe emitido por One to One, debemos extraer las siguientes conclusiones:

a) Respetó los postulados del artículo 10 del RD 1066/2007, pues se tomaron en consideración y aplicaron todos los métodos mencionados en dicha norma, y otros alternativos, y se hizo de forma conjunta, destacando de forma motivada su justa relevancia, y descartando los inaplicables, bien por no existir valores comparables, bien por ofrecer un valor de la acción inferior al de mercado. Los métodos en cuestión, teniendo en cuenta que el último precio de referencia por transacción bursátil realizada, data de 30 de junio de 2009 y es de 19 euros, son: valor teórico contable de la sociedad, valor liquidativo, valor de cotización media ponderada, contraprestación ofrecida con anterioridad, flujos de caja, y el de valor multiplicativo de compañías y transacciones comparables.

b) Respetó la regla (artículo 10.6 RD citado) de que no cabe la aplicación individualizada de los valores obtenidos con cada método (STS de 23-5-2005), y la contenida en el

artículo 9 respecto de la fijación del valor equitativo, dado que no existieron operaciones en los 12 meses anteriores. También se respetó la referida en el artículo 10.6 del RD mencionado, ya que el precio de la oferta no es inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 9, y el que resulte de tomar en cuenta los métodos a que se ha hecho referencia (ex. Artículo 10.5 RD), y eso se hizo de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia.

La conclusión a la que se llega es que el precio de 20,28 euros, es el resultado del seguimiento de las pautas establecidas en el RD 1066/2007, por lo que ninguna tacha puede oponerse a su toma en consideración por la CNMV a estos efectos.

Por lo que respecta al informe de valoración de UHY-Fay and Co, aportado el 19 de junio de 2012 con la demanda, podemos establecer las siguientes conclusiones:

a) Desconoce los efectos de la crisis inmobiliaria de 2008 en la valoración de los bienes inmuebles, pues no la menciona, ni aplica consecuencia alguna de ello a la valoración del inmovilizado de Rústicas. Esta circunstancia resulta particularmente relevante si se tiene en cuenta que Rústicas cuenta con 12 activos, de los cuales 8 son fincas rústicas, 2 son terrenos y además cuenta con una oficina y plantas de deshidratación y cogeneración. A pesar de ello, la depreciación del inmovilizado no se ha reflejado en el informe, y los márgenes de depreciación, como es notorio, han sido particularmente relevantes en el sector, pues la caída del precio de la vivienda oscila entorno al 30%, y la del suelo entorno al 50%. Esta circunstancia es, por este motivo, lo suficientemente relevante como para cuestionar, por sí misma, la credibilidad de este informe.

b) Consecuencia de lo anterior es la proyección de incremento de ingresos que el informe prevé. Así, señala la cifra de 34% fundada en que esa era la tendencia de los 14 años precedentes, cifra que carece de justificación alguna y desconoce una patente realidad, vinculada a la caída de la economía española y a los índices de crecimiento a partir del año 2008.

c) Las pérdidas de Rústicas a partir de 2008, no pueden imputarse, esencialmente, a otro motivo distinto del expuesto anteriormente, contrariamente a lo que se dice en el informe, que se apoya, nuevamente, en los beneficios extraordinarios de 2007 para proyectarlos en los ejercicios siguientes.

d) El informe no sigue el imperativo mandato del artículo 10.6 del RD 1066/2007, pues no realiza una valoración conjunta y ponderada de todos los métodos mencionados en el artículo 10.5 de la misma norma, y se basa, esencialmente, en uno solo de los métodos de valoración, el de flujos de caja, sin justificar la razón por la que no toma en consideración los demás. Por este motivo, cuestionamos también la validez del análisis que el informe incorpora.

Por lo que respecta al "Informe Económico Rústicas SA", aportado ante la CNMV antes de la adopción de la resolución recurrida, cabe extraer las conclusiones siguientes:

a) Dicho informe denuncia determinados errores del informe emitido por One to One, que en realidad no son tales. Sobre este punto debemos señalar que asumimos el

criterio expresado por la CNMV en el Informe de la DG de Mercados que se expresa en los siguientes términos:

- El valor de la acción calculado en dicho informe es el resultado de la suma del resultado de valoración de dos métodos alternativos. Por un lado, se calcula un valor de la acción de 22,51 euros por el método de suma de partes y por otro se añade un valor de 103,37 euros, obtenido por el método de descuento de flujos de caja, por lo que de esta forma duplican el valor de los mismos activos e incumplen la regla de valoración ponderada establecida en el artículo 10.6 del RD 1066/2007, razón suficiente para descartar la credibilidad del informe, sin que sea necesario entrar en otros pormenores del mismo.

**QUINTO:** La conclusión a la que llega la Sala, tras el examen de los diferentes informes obrantes en autos, es la de que el informe emitido por One to One tomado como base para la decisión de autorización de la CNMV, se ajusta a las prescripciones del RD 1066/2007, lo que no puede afirmarse de los dos informes aportados por los demandantes, antes referidos.

Por otra parte, no se ha acreditado en ningún momento que el matrimonio C.C. haya procedido en concertación para alterar artificialmente el precio de la acción, mediante el bloqueo de la negociación, ni consta que adoptaran ningún acuerdo de los que menciona el artículo 5 del RD 1066/2007. Además, debe subrayarse que, desde junio de 2009, no se formularon ofertas de compra de acciones de Rústicas, lo que muestra, de forma objetiva, el escaso interés del mercado en la sociedad afectada.

En otro orden de cosas, carece de la relevancia que la recurrente pretende el hecho de que en 2008 en una Junta General de accionistas se aprobaran las conclusiones de un informe que aconsejaba la formulación de una OPA, pues el único acuerdo que se adoptó al respecto, fue el de que la cuestión debía tratarse en una Junta convocada al efecto, lo que efectivamente se hizo el 7 de marzo de 2011, tras las evaluaciones y correcciones formuladas por la CNMV de los informes presentados por Rústicas desde el 27 de mayo de 2010. Toda la actuación relativa a esta cuestión se efectuó dentro de los límites y cauces legales por lo que no puede reprocharse tampoco ningún defecto invalidante a la resolución de la CNMV por esta causa.

De forma reiterada se refiere la recurrente en su demanda a la incidencia de la situación de la mercantil Xeresa Golf hubiera podido tener en la formulación de la OPA y en la valoración de los activos, dado que Rústicas participó dicha sociedad en un 18,77% y fue garante de sus préstamos. La referida sociedad entró en una situación concursal, lo que tuvo un reflejo inmediato en sus cuentas anuales de 2010. Finalmente, ante requerimientos de la CNMV Rústicas debió provisionar el 100% de la deuda, con el consiguiente reflejo en el valor de las acciones y contabilidad. Por otra parte, el hecho de que se tuviera en cuenta la situación de Xeresa a los efectos de lanzar la OPA, no es sino una consecuencia de los efectos de las propias recomendaciones de la CNMV. Una vez levantado el embargo trabado a Rústicas por la situación concursal de Xeresa, lo que ocurrió mediante Auto de 13 de abril de 2007, la CNMV autorizó la OPA, lo que tuvo

lugar el día siguiente, 14 de abril de 2011. Ninguna irregularidad se aprecia, pues, en esta forma de proceder.

**SEXTO:** De conformidad con lo dispuesto en el artículo 139 de la LJCA procede imponer las costas a los recurrentes, parte vencida en este proceso, sin que se aprecien por la Sala la existencia de serias dudas que justifiquen un especial pronunciamiento sobre esta materia.

Vistos los preceptos citados por las partes y demás de pertinente y general aplicación, venimos a pronunciar el siguiente

## **FALLO**

Desestimamos el recurso interpuesto y en consecuencia confirmamos el acto impugnado. Se imponen las costas a la parte recurrente. Así por ésta nuestra sentencia, definitivamente juzgando, lo pronunciamos, mandamos y firmamos.

De conformidad con lo dispuesto en el art. 248 de la LOPJ, al tiempo de notificar la presente sentencia, se indicará a las partes que contra la misma no cabe recurso de casación ordinario.