

SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 13 DE DICIEMBRE DE 2023

Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª

Recurso núm.: 2170/2020

Ponente: Dª. Isabel García García-Blanco

Acto impugnado: Resolución de 29/09/2020 desestimatoria del recurso de reposición frente a la resolución del Consejo de la CNMV de 29/07/2020 por la que se acuerda autorizar la Oferta Pública voluntaria de Adquisición de acciones de MASMOVIL IBERCOM, S.A., presentada por LORCA TELECOM BIDCO, S.A.U.

Fallo: Desestimatorio

Madrid, a trece 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 2170/2020**, se tramita a instancia de **DOÑA MRR**, representado por el Procurador don JCC y asistido por el Letrado don ARR que tras su renuncia fue sustituido por los letrados don JAT y don JRH, contra Resolución de 29/09/2020 –resolución inmediata recurrida- desestimatoria del recurso de reposición frente a la resolución del Consejo de la CNMV de 29/07/2020 –resolución mediata recurrida-, por la que se acuerda autorizar la Oferta Pública voluntaria de Adquisición de acciones de MASMOVIL IBERCOM, S.A., presentada por LORCA TELECOM BIDCO, S.A.U. Como **codemandados** intervienen **LORCA TELECOM BIDCO, S.A.U** representada por el Procurador don JBM, y asistido por el Letrado don MVF, y **MASMOVIL IBERCOM, S.A.**, representada por la Procuradora doña LAL, y asistida por la Letrado doña CATs y en el que la Administración demandada ha estado representada y defendida por el Sr. Abogado del Estado.

ANTECEDENTES DE HECHO

1.- La parte indicada interpuso en fecha 1/12/2020 este recurso respecto de los actos antes aludidos y, admitido a trámite. Por resolución de la Magistrada Ponente doña LAA, se le tuvo por abstenida en este procedimiento a dicha magistrada, pasando la ponencia a la Ilma. Magistrada doña Isabel García García-Blanco.

Reclamado el expediente administrativo, y previo a la formalización de la demanda la actora solicitó el alzamiento de la confidencialidad del CD 2, dándose traslado a las partes para alegaciones sobre dicha solicitud, resolviéndose por auto de fecha 5/10/2021 y confirmándose el mismo por resolución de 3/11/2021 acordando mantener la confidencialidad de parte del expediente. Entregado el expediente a la parte actora para que formalizara la demanda, lo que hizo en tiempo, en la que realizó una exposición fáctica y la alegación de los preceptos legales que estimó aplicables, concretando su petición en el Suplico de la misma, en el que literalmente dijo: "que, teniendo por presentado este escrito en tiempo y forma, se sirva admitirlo y, previos los trámites procesales pertinentes, dictar en su día Sentencia por la que, estimando el presente recurso, declare la nulidad de los actos administrativos impugnados, ordenando la retroacción del procedimiento para que, por la CNMV, se establezca un nuevo precio de la Operación ajustado a Derecho; todo ello, con imposición de las costas procesales a la parte recurrida."

2.- De la demanda se dio traslado al Sr. Abogado del Estado, quien en nombre de la Administración demandada contestó en un relato fáctico y una argumentación jurídica que sirvió al mismo para concretar su oposición al recurso en el suplico de la misma, en el cual solicitó: "que tenga por contestada la demanda deducida en el presente proceso, admitidos los documentos que la acompañan y, previos los trámites legales, dicte sentencia por la que desestime el recurso, confirmando íntegramente la resolución impugnada, con expresa imposición de costas a la parte recurrente".

3.- Del expediente administrativo se dio traslado a la Procuradora doña LAL, en nombre y representación de la codemandada Masmovil Ibercom, S.A., a fin de que formalizase la contestación a la demanda; lo que hizo en tiempo, en la que realizó una exposición fáctica y la alegación de los preceptos legales que estimó aplicables, concretando su petición en el Suplico

de la misma, en el que literalmente dijo: "que tenga por presentado este escrito de contestación a la demanda, lo admita, y en su virtud, dicte sentencia por la que inadmita o, en su defecto, desestime íntegramente la demanda, con expresa imposición a la recurrente, de todas las costas causadas."

4.- Mediante DO del LAJ de fecha 11 de mayo de 2022 se fija la cuantía del presente recurso en 2.963.577.712,50 euros.

5.- Solicitado el recibimiento a prueba del recurso, la Sala dictó Auto de fecha 20 de mayo de 2022 acordando el recibimiento a prueba, habiéndose practicado la propuesta y admitida con el resultado obrante en autos.

Siendo el siguiente trámite el de Conclusiones, a través del cual, las partes, por su orden, concretaron sus posiciones y reiteraron sus respectivas pretensiones. Por providencia de 20 de septiembre de 2026 se hizo señalamiento para votación y fallo, que se fijó para el día 26 de septiembre de 2023 y 12 de diciembre de 2023. Se han deliberado de forma conjunta los PO 1936/2020, 2346/2020, 991/2020, 2171/2020, 2170/2020 y 2130/2020.

6.- 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^a Isabel García García-Blanco.

El recurso contencioso-administrativo fue desestimado por sentencia de la Sección 3^a de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional de 6 de octubre de 2021 (recurso nº 699/2020), con imposición de las costas procesales a la parte demandante.

FUNDAMENTOS JURÍDICOS

1. ACTIVIDAD ADMINISTRATIVA RECURRIDA Y DESENVOLVIMIENTO DE LA OPA

1.1 En el presente recurso se impugna, exclusivamente, la resolución de 29/09/2020 – resolución inmediata recurrida - desestimatoria del recurso de reposición interpuesto frente a la resolución del Consejo de la CNMV de 29/07/2020 – resolución mediata recurrida-, por la que se acuerda autorizar la Oferta Pública voluntaria de Adquisición de acciones de MASMÓVIL IBERCOM, S.A. (en adelante MASMOVIL), presentada por Lorca TELECOM BIDCO, S.A.U (en adelante LORCA).

1.2 El acuerdo confirmado en reposición era el siguiente:

"Autorizar la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Masmovil Ibercom, S.A. presentada por Lorca Telecom BidCo, S.A.U. el día 1 de junio de 2020 y admitida a trámite el 12 de junio de 2020, al entender ajustados sus términos a las normas vigentes y considerar suficiente el contenido del folleto explicativo presentado tras las últimas modificaciones registradas con fecha 27 de julio de 2020.

La oferta se dirige al 100% del capital social de Masmovil Ibercom, S.A. compuesto por 131.714.565 acciones, admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia e integradas en el Sistema de Interconexión Bursátil.

*La contraprestación de la oferta es de **22,50 euros por acción** y **se considera suficientemente justificada a efectos de lo previsto en los artículos 9 y 10 del Real Decreto 1066/2007**, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores **y en el artículo 137.2 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores**. La CNMV, en su análisis, ha tenido en cuenta a este respecto el informe de valoración presentado por el oferente que, aplicando los métodos contemplados en el Real Decreto, concluye con un rango de valor en el que se encuentra el precio de la oferta.*

1.3 El 01/06/2020, LORCA presentó ante la CNMV solicitud de autorización de OPA de carácter voluntario sobre la totalidad del capital social de MASMOVIL (folios 1 a 20 del expediente).

1.4 La CNMV admitió a trámite dicha solicitud el 12/06/2020 (folio 21 del expediente).

1.5 La justificación del precio de dicha oferta se encuentra en el apartado 2.2.2 del folleto y en el anexo 13 del mismo.

1.6 En cuanto a las condiciones de la OPA, la efectividad de la oferta estaba sujeta al cumplimiento de las siguientes condiciones (DNP 28, pág. 2):

(1) aceptación mínima de 65.857.283 acciones, equivalentes al 50% del capital de MASMOVIL más una acción (art. 13.2.b) RDOPAS).

(2) obtención por el oferente de la no oposición del Banco de España, por la adquisición de una participación indirecta en XFERA CONSUMER FINANCE, EFC, SA, en la que la filial de MASMOVIL, XFERA MÓVILES, SAU, tiene un 49% (art. 13.2.d) RDOPAS).

1.7 El plazo de aceptación de la oferta se inició el 31/07/2020 y finalizó el 11/09/2020.

1.8 El resultado de la oferta se publicó por la CNMV en su página web el 17/09/2020, con fecha de operación 18/09/2020 y la liquidación el 22/09/2020.

1.9 La oferta recibió 2.626 aceptaciones que comprenden 113.819.588 acciones representativas del 86,41% del capital social de MASMOVIL.

En esta fase: *"Los compromisos irrevocables habían sido suscritos con accionistas que representaban el 29,56% del capital social, por lo que otro 56,85% del capital social, que no tenía compromisos irrevocables, aceptó la OPA (en otras palabras, el 80,71% del capital social que no estaba sujeto a compromisos irrevocables aceptó la OPA)"* (Sic, tal y como indica LORCA en sus conclusiones).

1.10 Al no alcanzarse los umbrales necesarios, el oferente no podía exigir la venta forzosa a los accionistas de MASMOVIL ("squeeze out") y estos últimos tampoco podían exigir al oferente la compra forzosa de sus acciones.

1.11 Se cumplió con la condición de la oferta relativa a la aceptación mínima requerida por el oferente (50% del capital).

1.12 MASMOVIL publicó con fecha 22/09/2020 información sobre el acuerdo de su Consejo de Administración de convocar Junta General Extraordinaria de accionistas para su celebración el 26/10/2020. En el orden del día se contemplaban, entre otros asuntos, la exclusión de negociación en bolsa en los términos previstos en la oferta previa.

1.13 Como se daban los demás requisitos del art. 11.d) del RDOPAS, Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, de acuerdo con el folleto, el mismo 22/09/2020, LORCA comunicó el inicio del procedimiento de exclusión con excepción de OPA previsto en el artículo 11.d) del RDOPAS, mediante la formulación de una orden sostenida de compra al precio de 22,50 €/acción (igual al de la OPA previa) dirigida a 17.894.977 acciones (13,59% del capital) de las que todavía no era titular.

1.14 La orden de compra se inició el 23/09/2020.

Un porcentaje adicional del 12,90% del capital social vendió las acciones en esa fase.

1.15 Finalmente, **un 99,32% del capital social o bien aceptó la OPA, o bien vendió en la fase de orden sostenida de compra.**

1.16 Por acuerdo de 30/10/2020 del Comité Ejecutivo de la CNMV, se 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, solicitud que fue presentada por dicha sociedad el día 26/10/2020.

Dicho acuerdo de la CNMV –acuerdo de exclusión- no ha sido objeto de impugnación directa por parte del aquí recurrente, ni en vía administrativa ni en vía judicial (en este último caso mediante una posible ampliación del recurso) por lo que el objeto del presente recurso queda limitado al acuerdo de la CNMV de 29/07/2020, aprobatorio de la OPA voluntaria formulada por LORCA el 01/06/2020, de tal manera que, en principio, quedarían al margen del presente recurso todo lo concerniente al acuerdo de exclusión y a la excepción de la oferta pública de exclusión por la vía del art. 11 d) del RDOPAS y la fase que se desarrolla a partir del 22/09/2020 y sin perjuicio de que los argumentos y conclusiones que en esta sentencia se exponen sean plenamente aplicables a las impugnaciones del acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV de 30/10/2020 que se quieran construir con base a los mismos ya que el acuerdo de exclusión no deja de ser un acto administrativo derivado de la previa resolución del Consejo de la CNMV de 29/07/2020 (nulidad en cascada art. 49.1 de la LPAC 39/2015 en cuanto la nulidad/anulabilidad de un acto se proyecta en los sucesivos en el procedimiento que sean dependientes del primero).

1.17 También la CNMV el 30/10/2020 suspendió la negociación de los valores (DOC 6) tras la finalización del plazo fijado en la orden de compra de dichos valores prevista en el artículo 11 d) del RDOPAS, para que no hubiera nuevos inversores que compren en mercado acciones de MASMOVIL, manteniéndose la medida hasta que se produce la exclusión definitiva de la negociación de las acciones de MASMÓVIL por parte de las Bolsas de Valores. Tampoco este

acuerdo, de fecha notoriamente posterior al acto recurrido (tanto la resolución mediata como la inmediata), ha sido objeto de singularizada impugnación directa, ni en vía administrativa, ni en vía judicial por parte del aquí recurrente.

2.- LEGITIMACIÓN ACTIVA

2.1 La misma aparece cuestionada y argumentada por el codemandado MASMOVIL alegando que:

"(...) la Recurrente justifica su supuesto interés en que era titular de determinadas acciones de Masmovil (aunque no precisa cuando las habría adquirido), con base en que, si se anulase la Autorización de la OPA, debería recalcularse el precio de la misma por la CNMV, y ello supondría un mayor precio que recibiría por la OPA. Sin embargo, por mucho que la Recurrente indique el anterior posible beneficio económico, ello no le atribuye legitimación activa alguna, porque, aunque se estimase el recurso contra la Autorización de la OPA, por considerarse que el precio no sería equitativo o justificado, ello no supondría en ningún caso que Lorca tuviera obligación de mantener o de reformular la OPA al nuevo precio, al tratarse de una OPA voluntaria (...) la Recurrente no indica la fecha en la que habría adquirido las acciones de Masmovil (solo alega ser titular de 12.156 acciones el 24 de agosto de 2020, con posterioridad pues a la Autorización de la OPA), lo cual sería también relevante a los efectos de analizar si disfruta o no de legitimación activa con base en este motivo. En efecto, si la Recurrente hubiera adquirido sus acciones tras el anuncio de la OPA realizado por el Oferente, dichas acciones se habrían adquirido a sabiendas de los principales términos y condiciones de la OPA, conociendo a la perfección en el momento de adquirir sus acciones que una OPA había sido formulada sobre Masmovil y los términos de la misma, incluida la intención de la Sociedad Oferente de proceder a la posterior exclusión de cotización de sus acciones. Esta parte considera necesario subrayar esta cuestión ya que, de ser el caso que la Recurrente hubiera adquirido sus acciones tras el anuncio de la OPA (cuestión, insistimos, sobre la que la Demanda guarda silencio), sería un motivo adicional para concluir que la Recurrente no tiene legitimación activa. Como último punto relacionado con la legitimación de la Recurrente, cabe puntualizar que el certificado de legitimación aportado por el mismo junto con el recurso de reposición formulado contra el acuerdo de autorización de la OPA y que obra en el folio 5 del expediente administrativo del recurso de reposición interpuesto por la Recurrente (donde aparece que la Recurrente era propietaria de 12.156 acciones de Masmovil en fecha 24 de agosto de 2020), no se ajusta a lo previsto en los artículos 19 y 20 del Real Decreto 878/2015. DEGIRO BV, emisora del certificado aportado con la demanda, no es una entidad participante en Iberclear, tal y como se puede ver en su página web. Dicho certificado no ha sido emitido por una entidad que sea participante de un depositario central de valores ni por una entidad participante en Iberclear, por lo que no se ajusta a lo prevista es la normativa vigente" .(sic)

El Abogado del Estado, en el punto 198 de la demanda, interesa la inadmisión del recurso por falta de legitimación, pero no lo argumenta jurídicamente, ni lo lleva al suplico de la demanda.

Por parte del codemandado LORCA (punto 57 de su contestación a la demanda) no se cuestiona la concreta legitimación de la recurrente:

"Corresponde la legitimación activa a la Recurrente en su condición de accionista de MASMOVIL (art. 19.1.a) LJCA), sin perjuicio de la falta de fundamento de sus pretensiones" (Sic)

2.2. En las conclusiones, la demandada se defiende de tal alegación reivindicando:

"(...) ser evidente el interés legítimo que tiene por ser accionista de la compañía y resultar afectado jurídica y económicamente por la decisión de autorizar una OPA a un precio que entiende no equitativo y por debajo del valor real de la acción en julio de 2020 (...) la recurrente resulta perjudicada por la OPA autorizada dado que ésta acepta como buena un valor de la acción claramente inferior al real y, por consiguiente, es claramente perjudicial para los intereses de la recurrente.

En primer lugar, cabe señalar que la propia Administración demandada (CNMV), vinculada por sus propios actos, no discutió la legitimación del recurrente en vía administrativa (...) es más que evidente que la esfera de derechos de mi mandante se ha visto afectada negativamente por la resolución que autorizó la OPA sobre Masmovil pues supuso una afectación directa de su posición como accionista toda vez que en el momento en que se liquidó la OPA mi mandante – no puede olvidarse – era accionista – minoritario, pero accionista –.... En el presente caso, no es que mi mandante fuera titular de un derecho de adquisición, que podría materializarse lógicamente con posterioridad al anuncio de la OPA en la conversión de un título de esa clase, sino que era directamente titular de las acciones y, por tanto, destinatario de la Oferta Pública. (...)" (sic)

2.3 Nos movemos en el marco de la legitimación "ad causam", que remite a la concreta relación de un sujeto con un concreto objeto litigioso, vinculada a la defensa de un derecho o interés legítimo ex art. 19 de la LJCA distinto del mero interés por la legalidad, lo que determina que la anulación de lo impugnado produzca para aquél un efecto positivo (un beneficio) o evite uno negativo (un perjuicio), actual o futuro, pero cierto, que debe repercutir de manera clara y suficiente en la esfera jurídica de quién acuda al proceso:

<<"El interés legítimo supone que la actuación administrativa impugnada pueda repercutir directa o indirectamente, o en el futuro, pero de un modo efectivo y acreditado, no meramente hipotético, en la esfera jurídica de quien la impugna, sin que baste la mera invocación abstracta y general o la mera posibilidad de su acaecimiento (por citar sólo algunas, SSTs de 25 de mayo de 2006, de Pleno, recurso 38/2004; de 3 de marzo de 2014, de Pleno, recurso 4453/2012; o la más reciente de 2 de noviembre de 2021, recurso 76/2020, entre otras muchas).

El interés legítimo se delimita, así, caso a caso, en atención a la pretensión ejercitada, en función de si la anulación que se pretende de la actividad administrativa impugnada "supone un concreto beneficio o la evitación de un singular perjuicio a quien ejercita la acción, esto es, una utilidad específica que va más allá del interés genérico de que las Administraciones públicas actúen conforme a derecho" (STS de 15 de julio de 2010, recurso 23/2008). Esta ventaja ha de ser concreta y efectiva, y ha de ser identificada en la interposición de cada recurso contencioso-administrativo. No es suficiente, como regla general, que se obtenga el beneficio de carácter cívico que lleva aparejado el cumplimiento de la legalidad (STS de 18 de enero de 2005, recurso 22/2003). Con estas u otras palabras similares se pronuncia desde antiguo una constante jurisprudencia.

La concurrencia de un interés legítimo es, pues, la regla general para el reconocimiento de la legitimación activa a una persona física o jurídica en la interposición de un recurso contencioso-administrativo y así se expresa en el apartado a) de art. 19.1 LJCA.

Sólo como excepción, y así lo recuerda la STS de Pleno de 3 de marzo de 2014, recurso 4453/2012, "en determinadas ocasiones, ese concreto y específico interés legítimo que vincula al recurrente

con la actividad objeto de impugnación, no resulta exigible. Por ejemplo, ese requisito legitimador no resulta de aplicación en algunos ámbitos sectoriales de la actividad administrativa, en los que se permite que cualquier ciudadano pueda interponer un recurso sin ninguna exigencia adicional. Es lo que se denomina «acción popular» en el artículo 19.1.h) de la Ley de esta jurisdicción, y que la mayor parte de nuestras leyes sectoriales tradicionalmente la han denominado «acción pública» tan habitual, por ejemplo, en el ámbito del urbanismo o en determinados supuestos relacionados con el medio ambiente. El entronque constitucional de esta acción está en el artículo 125 de nuestra Carta, y exige que una norma con rango de ley así la reconozca expresamente, con la finalidad de «robustecer y reforzar la protección de determinados valores especialmente sensibles, haciendo más eficaz la defensa de los mismos, ante la pluralidad de intereses concurrentes» como dijeron las SSTs de 14 de mayo de 2010 (casación 2098/06, FJ 5) y 6 de junio de 2013 (casación 1542/10, FJ 5º). Se considera que la relevancia de los intereses en juego demanda una protección más vigorosa y eficaz que la que puede proporcionar la acción de los particulares afectados. Por ello, cualquier ciudadano que pretenda simplemente que se observe y se cumpla la ley, puede actuar, siempre y cuando así le haya sido previamente reconocido. Fuera de estos supuestos, expresamente reconocidos y previstos por la ley, es necesario el concurso del interés legítimo como presupuesto habilitante para poder acceder a la jurisdicción”.

En definitiva, quien acciona ante esta jurisdicción debe “resultar afectado” en un interés cualificado y específico, en los términos expuestos, por la resolución que impugne. Al margen de ello, la legitimación activa en este orden jurisdiccional requiere la expresa habilitación del legislador y en los términos en que la ley configure la acción pública [art. 19.1.h) LJCA.”> S. TS 02/03/2022 REC 179/2021

2.4 La Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo, en sentencia de 18/04/2007 (RC 5494/2004) se pronunció sobre el presupuesto de la legitimación del accionista para impugnar acuerdos de la CNMV, dictados en materia de autorización de ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs):

<< “[...] Sin duda los accionistas de las sociedades cotizadas pueden plantear las demandas civiles que consideren oportunas contra las decisiones de los órganos societarios, en los términos previstos por la Ley de Sociedades Anónimas, como acertadamente afirma la sentencia. Pero ello no impide que también puedan impugnar las resoluciones administrativas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores siempre que, por tener una relación directa con su situación en cuanto titulares de los derechos inherentes a sus acciones, consideren que les son perjudiciales y, además, acrediten prima facie que el contenido de aquellas decisiones les puede causar un perjuicio patrimonial.

La referida apreciación de principio, precisamente por su carácter abstracto, no permite matizar la respuesta a los problemas de legitimación que en relación con las diferentes clases de ofertas públicas de adquisición de acciones puedan presentarse. Impediría, por ejemplo, de modo absoluto la reacción de los accionistas frente a las decisiones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en las ofertas públicas de adquisición de acciones para excluirlas de la negociación en Bolsa (artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio), decisiones que necesariamente han de exigir la fijación de un precio mínimo sujeto a criterios objetivos de determinación y de las que legítimamente pueden discrepar aquéllos. La protección jurídica de los accionistas en este género de ofertas (a la que nos hemos referido, para reforzarla, en nuestra sentencia de 23 de mayo de 2005 al resolver el recurso número 2414/2002) se extiende tanto a la fase previa administrativa como a la eventual reacción ante los tribunales competentes para revisar la validez de los actos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

[...] el criterio adecuado en términos generales es que, si bien no corresponde al accionista singular arrogarse la legitimación para recurrir en defensa de los intereses de la sociedad en la que participa, puede ostentar, en principio, un interés legítimo propio, distinto del de aquella sociedad, que le permita impugnar determinadas decisiones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando éstas incidan negativamente en su situación jurídico-patrimonial, con independencia de las repercusiones que tengan en los ámbitos societario o contractual privado”>> (sic con el añadido del resaltado y subrayado para enfatizar).

Este criterio se ve reafirmado en la S. TS 25/11/2008, REC. 1931/2006.

Queda patente, por tanto, que la legitimación a los efectos que aquí nos interesa – legitimación para impugnar una OPA por parte de los que son accionistas, titulares de acciones -, no viene determinada, ni directa ni indirectamente por extensión, por el marco normativo de la LSC, Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, en la limitación que la misma establece en su art. 495.2, apartados b y c, y que el marco normativo a considerar al respecto es el establecido en la LMV y Reglamento de OPAs dentro de las consideraciones generales del art. 19 de la LCA y atendiendo a las circunstancias concretas del caso (materia eminentemente casuística).

Citaremos igualmente la S. TS de 03/10/2022 REC 2953/2021 (que confirma la previa sentencia de esta Sala y Sección de 25/02/2021 PO1895/2019) que viene a confirmar la falta de legitimación activa de los titulares de swaps para impugnar en vía jurisdiccional la autorización de OPAs cuando dichos swaps están vinculados a las acciones objeto de la operación, realizando los siguientes pronunciamientos:

<< “Lo que disponen las normas citadas es que la oferta pública de adquisición se dirija a los titulares de acciones de la sociedad cotizada así como a los titulares de derechos de suscripción y a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas (artículos 3.2 y 10.2 del Real Decreto 1066/2007); contemplando ambos preceptos que la oferta pueda dirigirse también << ... a todos los titulares de warrants o de otros valores o instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones...>>. Por tanto, las normas a las que nos venimos refiriendo no contemplan que la OPA se dirija a los titulares de instrumentos financieros que, como los equity swaps del caso que estamos examinando, no otorgan derecho alguno a la adquisición o suscripción de acciones

...

*Tiene razón la recurrente cuando afirma que la regulación procesal sobre legitimación activa en el ámbito contencioso-administrativo viene dada en el artículo 19 de la Ley reguladora de esta Jurisdicción; y que los preceptos del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y del Real Decreto 1066/2007 (Reglamento de OPAs) no tienen por objeto el establecimiento de reglas procesales en materia de legitimación. Ahora bien, esa constatación no excluye que **el citado artículo 19 de la Ley reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa y la jurisprudencia que lo interpreta y aplica deben ser conjugados con las normas que regulan la materia a la que se refiere el debate, pues el carácter casuístico que la propia jurisprudencia atribuye a la legitimación hace necesario tener presente el marco normativo aplicable así como los intereses concurrentes y demás especificidades propia de la controversia en la que se suscita la cuestión sobre la legitimación para promover el recurso.**”>>*

2.5 En principio y con carácter general, hemos de entender que todo accionista, en cuanto a titular de acciones, con independencia de que haya de considerarse accionista de referencia o minoritario atendiendo al porcentaje de sus acciones, como destinatario de la OPA aprobada, estaría legitimado en cuanto es llamado directamente a participar en la misma – lo haga o no - con la consiguiente

repercusión que la oferta pública tiene sobre la liquidez del valor y sobre el precio y, por ello, sobre la esfera patrimonial/económica del titular de las acciones. Su interés económico/patrimonial es consecuencia directa de la OPA.

No se puede confundir la legitimación activa con, ni cuestionarla con base a, lo acertado o no de la pretensión ejercitada anudada a la pretensión de anulación del acto recurrido (en este caso, con lo improcedente de pretender que, tras la anulación del acto recurrido, se reponga el procedimiento para que la CNMV fijara el precio dentro de las pretensiones y previsiones recursivas del accionista aquí recurrente y que el oferente se viera obligado a mantener la OPA por tal precio).

Una cosa es estar legitimado y otra distinta el tener razón en lo pretendido.

2.6 Necesariamente, como ya hemos dicho, la respuesta al tema de la legitimación ha de ser casuística y la defendida al caso de autos por la parte actora, viene ligada, necesaria e indefectiblemente, al hecho de que el recurrente acredite la titularidad de las acciones de MASMOVIL, algo que le ha sido expresamente cuestionado de contrario por la codemandada MASMOVIL en cuanto al tiempo de la titularidad – con anterioridad al anuncio de la OPA – y en cuanto a la efectiva acreditación de tal titularidad.

Comenzando por el segundo de los extremos -efectiva acreditación de tal titularidad- la recurrente aportó, al interponer el recurso de reposición, una impresión digital del resumen de cartera que mantiene en DEGIRO (empresa de servicios de inversión regulada por la Autoridad Financiera de los Mercados Holandeses y domiciliada en Amstelplein 1 1096 HA Amsterdam) en la que, entre otros muchos valores, aparecía, a fecha 24/08/2020 (con posterioridad a la data del acuerdo recurrido pero antes de la finalización del plazo de aceptación de la oferta, recordemos que durante este periodo de aceptación de la oferta las acciones no estaban suspendidas de negociación), para la Sra. MRR, la siguiente reseña:

Producto	Symbol/ISIN	Cantidad	Precio de	Valor local	Valor en EU
MASMOVIL	ES018469610	12.156	22,46 EUR*	273.023,76	273.023,76
IBERCOM SA	4				

*En lo que interesa al fondo del asunto, nótese que el precio de la OPA aprobada era de 22,50 €/acción y la recurrente, en su cartera, tenía valorados los títulos 0.04 € por debajo. No parece que el mercado entendiera que el valor ofertado estaba alejado de un precio equitativo.

Dicha documental, pese a no ser cuestionada por la Administración de cara al recurso de reposición (la resolución inmediata recurrida afirma al respecto "*la legitimación del recurrente, se admite al haberse comprobado su condición de accionista*"), no permitía concluir por sí misma

la fecha de adquisición de los mencionados valores ni respondía a las exigencias del **Real Decreto 878/2015**, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, en cuyo **art. 19** viene a determinar, en relación a los certificados de legitimación: contenido y clases, que:

"1. La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, o de los derechos reales limitados o gravámenes constituidos sobre ellos, podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados en los que constará la identidad del titular de los valores y, en su caso, de los derechos limitados o gravámenes, la identificación de la entidad emisora y de la emisión, la clase, el valor nominal y el número de valores que comprendan y su fecha de expedición. También constarán en los certificados la finalidad para la que hayan sido expedidos y su plazo de vigencia.

Asimismo, también se podrán expedir otras certificaciones que acrediten, bien la existencia de embargos judiciales o administrativos, bien la constitución de prendas o cualquier otro acto o circunstancia que haya tenido acceso al registro.

Los certificados podrán referirse a todos o parte de los valores integrados en cada saldo. En el caso de que se refieran tan sólo a parte de ellos, en el momento de su expedición se procederá a efectuar el correspondiente desglose en la cuenta donde se encuentren inscritos los valores, que se mantendrá hasta la restitución del certificado o hasta que éste haya caducado."

Correspondiendo la expedición de tales certificados, según el **art. 20** del Real Decreto 878/2015:

"1. Los certificados sólo serán expedidos a solicitud del titular de los valores o beneficiario de los derechos y de conformidad con los asientos del registro contable, por la entidad encargada del registro contable.

2. Cuando la entidad encargada del registro contable sea un depositario central de valores de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 8.3 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, los certificados serán expedidos:

a) Por el depositario central de valores respecto de los valores de las cuentas referidas en los artículos 32.1.a), 32.1.c) y 32.2.

En el caso de valores de las cuentas referidas en el artículo 32.1.c), la expedición por el depositario central de valores será a solicitud de la entidad participante que gestione dicha cuenta previa solicitud del cliente titular o beneficiario.

b) Por las entidades participantes del depositario central de valores respecto de los valores de las cuentas del registro de detalle referidas en el artículo 33.

3. Los certificados deberán ser expedidos antes de que concluya el día hábil siguiente a aquel en que haya tenido lugar la presentación de la solicitud.

4. No podrá expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, más de un certificado.”

Pese que a que la legitimación le ha sido cuestionada expresamente, la recurrente no ha aportado, con posterioridad a su demanda y vistas las contestaciones de demandados y codemandados, y los escritos de conclusiones, ninguna documental que supliera el déficit de la presentada, ya que DEGIRO no es una entidad participante en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (IBERCLEAR) y de la que viniera a resultar que con anterioridad al acto recurrido, en particular con anterioridad al anuncio de la OPA, tuviera la condición de accionista y el volumen de su cartera.

2.7 Ciertamente la CNMV ha tenido acceso a información oficial al respecto de la titularidad de acciones de MASMOVIL por parte del ahora recurrente ya que, en el informe de la DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS, DEPARTAMENTO DE MERCADOS PRIMARIOS. OPAS, informe de 08/01/2022 (“INFORME SOBRE LA VALORACIÓN DE MASMOVIL IBERCOM, S.A. EN LA DEMANDA DE MRR ANTE LA AUDIENCIA NACIONAL CONTRA LA AUTORIZACIÓN POR LA CNMV EL 29/07/2020 DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES DE MASMOVIL IBERCOM, S.A. FORMULADA POR LORCA TELECOM BIDCO, S.A.U”), informe aportado con la contestación a la demanda formulada por el Abogado del Estado, se hace constar:

“2. CONSIDERACIONES PREVIAS

2.1 Interés de la demandante en Masmovil

Según consta en el expediente del recurso potestativo de reposición interpuesto por la demandante y desestimado por la CNMV, ésta tenía, a 24/08/2020, 12.156 acciones de Masmovil. Dicho interés representa un valor de 273.510 euros considerando el precio de 22,50 euros por acción de la opa autorizada y el 0,01% del capital social de Masmovil.

De acuerdo con la información que obra en esta CNMV, desde la fecha del anuncio y presentación de la opa de Lorca sobre Masmovil (1/06/2020), es decir, una vez que la opa, su precio de 22,50 euros y las demás características esenciales (incluyendo la intención del oferente de promover la exclusión posterior de las acciones de Masmovil sin una nueva opa), ya habían sido dados a conocer por el mercado, y hasta la fecha (24/08/2020) en que la demandante dice tener 12.156 acciones, su operativa con acciones de Masmovil es la siguiente:

Operaciones en bolsa de la demandante desde 01/06/2020 hasta 24/08/2020.

Nº de acciones	Fechas de compra o venta [*]		Importe efectivo	Precio medio ponderado / acción	Precio máximo / acción	Precio mínimo / acción
Compras	19.030	08/06/2020 a 03/08/2020	431.296,10 €	22,66 €	22,90 €	22,60 €
Ventas	7.189	09/06/2020	163.003,08 €	22,67 €	23,08 €	22,64 €

		0 a 30/07/2020 0				
Diferencias	11.841					

[*] Desde 01/06/2020 hasta 08/06/2020 y desde 04/08/2020 hasta 24/08/2020 no hay compras de este accionista. Desde 01/06/2020 hasta 09/06/2020 y desde 30/07/2020 hasta 24/08/2020 no hay ventas de este accionista. Las compras incluyen 600 acciones adquiridas cuando la opa ya había sido autorizada.

De acuerdo con la operativa señalada, la demandante tendría antes del anuncio de la opa 315 acciones que, junto con el saldo de 11.841 acciones señalado en el cuadro, ascienden a 12.156 acciones de Masmovil (0,01% del capital) que declara tener a 24/08/2020.

Posteriormente, cuando la opa ya había finalizado y se había iniciado el procedimiento de exclusión mediante la orden de compra sostenida por Lorca al precio de 22,50 euros por acción (igual al de la opa), la demandante adquirió en bolsa 27.555 acciones de Masmovil y vendió 39.711 acciones hasta el 3/11/2020, con el detalle que figura en el siguiente cuadro. A partir del 4/11/2020, la negociación de las acciones estuvo suspendida hasta la exclusión que se produjo el 16/11/2020.

Nº de acciones	Fechas de compra o venta [*]		Importe efectivo	Precio medio ponderado /acción	Precio máximo / acción	Precio mínimo /acción
Compras	27.805	06/10/2020 0 a 03/11/2020 0	625.987,64 €	22,51 €	22,52 €	22,50 €
Ventas	39.711	01/10/2020 0 a 03/11/2020 0	894.858,76 €	22,53 €	23,56 €	22,52 €

[*] Desde 04/08/2020 hasta 05/10/2020 no hay compras de este accionista. Desde 31/07/2020 hasta 30/09/2020 no hay ventas de este accionista.

En consecuencia, la demandante adquirió más del 99% de sus acciones de Masmovil cuando ya tenía la información sobre la opa, su precio y las demás características esenciales de la operación y siguió comprando acciones con la opa finalizada.

Vista la operativa y la información a su disposición con la que la demandante decidió llevar a cabo sus operaciones con acciones de Masmovil, no se aprecia ningún perjuicio derivado de la autorización de la opa."

Ninguna de estas afirmaciones fácticas (número de acciones, momento de la adquisición, importes y precios ponderados) ha sido cuestionada por la recurrente (véase escrito de conclusiones) ni por el codemandado MASMOVIL, y el informe citado viene a contradecir la afirmación del codemandado LORCA, en lo que atañe al particular de la recurrente, de que no era accionista de la opada con anterioridad al anuncio de la OPA ("La OPA solo ha sido cuestionada por los fondos POLYGON y FOURWORLD y las tres personas físicas vinculadas familiarmente, entre ellas la Recurrente, que han recurrido ante esta Ilma. Sala. Como está acreditado en todos estos procesos,

ninguna de estas personas era accionista de MASMOVIL con anterioridad al anuncio de la OPA" (Sic. ver escrito de conclusiones de este codemandado pág. 4).

Indiscutiblemente, la parte aquí recurrente era accionista antes del anuncio de la OPA (315 acciones) y sobre esta premisa ya le viene reconocida la legitimación activa en vía administrativa, con independencia de la evolución de su cartera con posterioridad (de hecho, su saldo final, antes de la suspensión de cotización de las acciones ocurrida el 04/11/2020 es de 0, ya que los 12.156 títulos que tenía a fecha 24/08/2020, sumados a los 27.805 comprados durante octubre y primeros días de noviembre, arrojan un total de 39.711 títulos coincidentes con el importe total de las ventas efectuado durante dicho periodo de octubre y primeros días de noviembre, periodo de la orden sostenida de compra).

La legitimación activa al caso de autos deriva de que el aquí recurrente era directamente titular de acciones de la opada antes del anuncio de la OPA y, por tanto, destinatario directo de la Oferta Pública y se ha visto afectado su interés económico/patrimonial inherente a dichos títulos (determinado por el valor de los títulos y por su liquidez), afectación directamente vinculada con la OPA aprobada y ello con independencia de que pueda tener o no razón en las pretensiones que anuda a su solicitud de anulación del acto recurrido y de que finalmente, antes de la exclusión de cotización ocurrida el 16/11/2020 -previa suspensión el día 04/11/2020-, ya no mantuviera ninguna acción de MASMOVIL en su cartera.

2.8 Por tanto puede darse por establecida la titularidad de acciones de MASMOVIL por parte del recurrente, el número, y la fecha de las operaciones que condujeron a tal titularidad, y que concurre un interés legítimo en la anulación, interés vinculado con un perjuicio, potencial o efectivo, pero en cualquier caso cierto, por la aprobación de la OPA con base a las condiciones en las que fue aprobada, algo que la parte recurrente solo puede establecer sobre las 315 acciones que tenía antes del anuncio de la OPA. El resto de las acciones las compró y vendió sobre la base de las características esenciales de la oferta en una información pública al mercado, por lo que no puede reclamar, como base de su legitimación, el conjunto de los títulos de los que fue detentadora, en lo que exceda de las 315 acciones reseñadas. El resto de las acciones se adquirieron con posterioridad al anuncio de la OPA, anuncio en el que se señalaba el precio de la misma y la voluntad de excluirla de cotización, por lo que la recurrente conocía y asumía el riesgo de tales adquisiciones.

Ésta es la base de la legitimación de la actora respecto del acto recurrido (como titular de 315 acciones de la opada al anuncio de la OPA) y sin que quepa aceptar que dicha legitimación a los efectos de impugnar el acto administrativo que constituye el objeto recursivo del presente procedimiento, le pueda servir para conferirle legitimación indirecta para cuestionar, en el seno del presente recurso, lo que no puede hacer en otros ámbitos por disposición legal dado el escasísimo porcentaje de capital social que representan el global de sus títulos (vg. impugnación de acuerdos sociales de la opada).

3.- DESVIACION PROCESAL (cuestión suscitada de oficio ex art. 33.2 de la LJCA).

En providencia de 13/07/2022 se acordó, sin prejuzgar, el fondo del asunto, suscitar a las partes la posibilidad de:

“Posible desviación procesal en el marco del art. 56.1 de la LJCA respecto al concreto acto que ha de entenderse recurrido, al introducir en vía de recurso contencioso administrativo, dada la demanda, cuestiones, que no meras alegaciones, no contemplados en el recurso de reposición instaurado en vía administrativa y que por tanto no son objeto de la resolución inmediata recurrida, siendo ésta última la que determina la concreta actividad recursiva, la que agota la vía administrativa aunque resulte de un recurso potestativo.

En el presente recurso contencioso-administrativo se impugna la resolución de 29/09/2020 – resolución inmediata recurrida - desestimatoria del previo recurso de reposición frente a la anterior resolución del Consejo de la CNMV de 29/07/2020 – resolución mediata recurrida-, por la que se acuerda autorizar la Oferta Pública voluntaria de Adquisición de acciones de Masmóvil Ibercom, S.A., presentada por Lorca Telecom BidCo, S.A.U.

No se acude a la jurisdicción el 30/11/2020 - fecha de presentación del escrito de interposición - en impugnación directa de la resolución del Consejo de la CNMV de 29/07/2020 dentro del plazo de dos meses legalmente marcado para ello en el art. 46 de la LJCA, sino que se acciona sobre la base de una previa impugnación en vía administrativa mediante un recurso de reposición, de tal manera que el acto directo e inmediatamente recurrido es el derivado de tal recurso de reposición – resolución expresa de 29/09/2020 - y la impugnación de la resolución de 29/07/2020 – resolución mediata recurrida- ha de hacerse sobre las condiciones fácticas y jurídicas planteadas en el recurso de reposición.

Aléguese con base a la pretensión y hechos recogidos en el recurso de reposición instaurado en vía administrativa el 27/08/2020 (y los antecedentes derivados del previo recurso de reposición de 11/09/2019 - recurso de reposición presentado contra el acuerdo de la CNMV por el que acordaba suspender la cotización de las acciones de NATRA SA - y escrito de 01/03/2020 – escrito dirigido por la hoy recurrente a la CNMV manifestándose contraria a la inadmisión del recurso de reposición presentado el 09/09/2019) y téngase en cuenta que la recurrente no consta como uno de los accionistas minoritarios que impugnó el acuerdo del Consejo de la CNMV de fecha 12/06/2019 “AUTORIZACIÓN DE LA OPA SOBRE NATRA, S.A. FORMULADA POR WORLD CONFECTIONERY GROUP, S.À.R.L. (GRUPO INVERSOR INVESTINDUSTRIAL (Rec. 1663/2019 concluido por sentencia desestimatoria firme de 20/05/2022).”

3.1 Atendiendo a la Jurisprudencia del TS:

<<“(…) con carácter general, la jurisprudencia uniforme viene señalando que la pretensión expuesta en la vía administrativa no puede ser esencialmente distinta de la formulada en la vía jurisdiccional; de suerte que si bien pueden alegarse en el escrito de demanda cuantos motivos procedan en justificación de las pretensiones, aunque no se hayan alegado anteriormente en la vía administrativa, ello ha de entenderse en sus justos términos, es decir, en el sentido de que se pueden alegar nuevas razones o argumentos para fundamentar las pretensiones, pero no en el de que cabe suscitar cuestiones nuevas (STS de 30 de noviembre de 2015, Rec. 323/2014).

Se distingue, así, entre cuestiones nuevas y nuevos motivos de impugnación. No pueden plantearse en vía jurisdiccional pretensiones o cuestiones nuevas que no hayan sido planteadas previamente en vía administrativa, aunque pueden adicionarse o cambiarse los argumentos jurídicos que apoyan la pretensión ejercitada (STS de 12 de marzo de 2019, ref. 44/2018).

Por eso, cuando se varía en el proceso contencioso-administrativo la pretensión previamente formulada en vía administrativa, introduciéndose cuestiones nuevas, se incurre en desviación procesal, que comporta la inadmisión de esa pretensión, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 69 c) LJCA. Dicho sea de otro modo, se afirma la existencia de desviación procesal cuando

la petición de la parte demandante en vía administrativa no coincide con la postulada ante el órgano jurisdiccional; o, lo que es lo mismo, cuando se formulan nuevas pretensiones o cuando se reforman, alteran o adicionan al recurso jurisdiccional peticiones que no se discutieron en vía administrativa y ni siquiera se formularon ante ella.”> S. TS de 19/07/2022 (ref. 17/2021) (sic con el añadido del subrayado)

3.2 En el recurso de reposición instaurado en vía administrativa el 27/08/2020, en relación a la resolución mediata aquí recurrida, la pretensión de anulación de la hoy recurrente respecto del acto recurrido – acuerdo de la CNMV de 29/07/2020 autorizando la OPA de LORCA - venía limitada, como motivo de impugnación, a qué no se había tramitado un escrito presentado el 02/03/2020 en el que se solicitaba que la CNMV instase a PEP VII-A International Limited (PEP) al lanzamiento de una oferta obligatoria a un precio justo sobre MASMOVIL, por haber alcanzado, en 2017, una participación de control superior al 30% de los derechos de voto (cuestión esta que no aparece en la demanda).

En la NOTIFICACIÓN DE PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS (que no tengan la condición de consejeros del emisor), efectuada el 24/08/2017 por PEP VII-A International Limited, en relación al emisor MASMÓVIL IBERCOM, S.A., se recogía que *“PEP VII-A International Limited is the general partner of Providence Equity GP VII-A L.P. which, in turn, is the general partner of Providence Equity Partners VII-A L.P. (one of the two limited partnerships which together constitute Providence Equity Partners Fund VII)”*.

Con base a tal pretensión, se fijaban los hechos en el recurso de reposición (haberse aprobado una OPA voluntaria *“al estarse diligenciando una OPA obligatoria a un precio justo”* pues, a criterio de la ahora recurrente, entonces recurrente en reposición administrativa, *“PEP VII-A International Limited estaba obligada a lanzar una OPA forzosa por Masmóvil”*, hecho que dice ya puso de manifiesto en el recurso de reposición que presentó el 11/09/2019 contra la decisión de la CNMV de aceptar la venta forzosa de las acciones de NATRA, recurso que a su entender había sido soslayado mediante *“argucias legales”* – eufemismo que utiliza la parte recurrente para referirse a un recurso de reposición que fue inadmitido por extemporáneo mediante resolución expresa dictada al efecto y que no consta que recurriera en tiempo y forma):

“EXPONGO:

- Que ostento la condición de accionista Masmóvil Ibercom, S.A., extremo éste que se acredita mediante el extracto de posición de mi Cartera de Valores en Degiro, B.V. al 24/08/2020. (Anexo 1)

- Que el 24 de agosto de 2017, PEP VII-A International Limited declaró estar en posesión de un 57,406% del capital de Masmóvil Ibercom, S.A., al ser titular de un 18,002% de las acciones en circulación y de bonos convertibles por un número de acciones equivalente al 39,404% del capital y, si bien estos porcentajes se calcularon sobre la base no diluida del capital, aun en el supuesto de que todos los bonistas acudiesen a la conversión y aunque ésta se realizase en su totalidad con nuevas acciones, y no con acciones ya existentes, Providence seguiría ostentando un 34,5% del capital totalmente diluido. (Anexo 2)

- Que mediante un recurso de reposición presentado el 11/09/2019, contra la decisión de la CNMV de aceptar la venta forzosa de las acciones de Natra, S.A., solicitada por World

Confectionery Group, s.á.r.l., advertí al regulador del mercado que, siguiendo los criterios que se estaban aplicando en ese caso, PEP VII-A International Limited estaba obligada a lanzar una OPA forzosa por Masmóvil, al haber alcanzado una participación de control de la sociedad. (Anexo 3)

- Que en un claro atentado contra su deber de la protección del inversor, y obviando el principio pro actione, su presidente, D. Sebastián Albella Amigo utilizó argucias legales para evitar el tener que resolver sobre el fondo del recurso, por lo que el pasado 2 de marzo presenté una solicitud a la CNMV para que instase a PEP VII-A International Limited a lanzar la oferta obligatoria. (Anexo 4)

-Que el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, autorizó el pasado 29 de julio una OPA voluntaria de adquisición de acciones de Masmóvil, acto que podría entrañar una presunta desestimación de mi solicitud, circunstancia que me habilitaría para la interposición, en cualquier momento, de un Recurso de Reposición. (Anexo 5)

-Que esta parte tiene el firme propósito de recurrir la falta de atención a su justa solicitud y, llegado el caso, acudir a la vía contencioso administrativa."

Y sobre tales hechos se establecían las alegaciones y lo pretendido en el recurso de reposición que conduce a la resolución inmediata aquí recurrida:

"Por todo lo anteriormente expuesto debo ALEGAR:

- *Que con la prueba de mi condición de accionista de Masmóvil, queda demostrada mi legitimidad para este acto.*

- *Que el artículo 3 del RD 1066/2007, de 27 de julio, establece: "Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad". Pues bien, a tenor de lo manifestado por la propia CNMV en su escrito del 9 de septiembre de 2019 (anexo 6), deben considerarse las obligaciones convertibles a efectos de cálculo cuando su titular manifieste su voluntad de canjearlas, como es el caso, según las conclusiones a las que llegaron todos los expertos consultados. (Anexo 7).*

- *Que según el artículo 4 del RD 1066/2007, de 27 de julio, una persona física o jurídica tiene una participación de control de una sociedad, lo que le obliga a lanzar una OPA forzosa sobre el 100% de su capital, cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100.*

- *Que según el artículo 124 de la LPAC, contra un acto que no fuera expreso, el solicitante y otros posibles interesados podrán interponer recurso de reposición en cualquier momento a partir del día siguiente a aquel en que, de acuerdo con su normativa específica, se produzca el acto presunto,*

- *Que sin haber tramitado todavía mi solicitud, sin dar lugar a la interposición de un recurso potestativo de reposición y sin que el expediente haya agotado la vía Contencioso Administrativa, la CNMV autorizó el pasado 29 de julio una solicitud de OPA voluntaria, a precio NO equitativo, sobre este valor, procedimiento que no ha lugar, al estarse diligenciando el lanzamiento de una OPA obligatoria a un precio justo.*

Por todo ello, SOLICITO:

- Que se tenga por interpuesto, en tiempo y forma, el presente Recurso de Reposición para que, de acuerdo con las normas de procedimiento común, se declare la anulación del acto administrativo impugnado”

3.3 Según escrito que aparece datado el 01/03/2020 dirigido por la hoy recurrente a la CNMV, se manifiesta contraria a la inadmisión del recurso de reposición presentado el 09/09/2019 y reitera la petición a la CNMV de obligar a Providence de realizar una OPA obligatoria sobre la totalidad del capital de MASMOVIL y a hacerlo a un precio equitativo:

“Con fecha 09/09/2019 y número de registro de entrada 2019101376, interpose recurso potestativo de reposición contra el acuerdo de la CNMV de 12/08/2019, que suspendió la negociación de las acciones de NATRA, S.A. y que llevaba implícita la aceptación de la venta forzosa de las mismas, a solicitud de World Confectionery Group, s.à.r.l.

En un claro atentando contra el deber del Organismo Regulador de la protección del inversor, y obviando el principio pro actione, su presidente, D. Sebastián Albella Amigo, no quiso admitir que la decisión impugnada (venta obligada) pervivía en el acuerdo de suspensión impugnado y estimó que dicho recurso se oponía a la OPA autorizada el 12 de junio de 2019 y que, por tanto, se presentó fuera de plazo.

Con esta filigrana, el antiguo socio de Linklaters evitó tener que resolver sobre el fondo del recurso, posicionándose claramente en favor de una de las partes y rehuyendo pronunciarse sobre determinadas situaciones, en las que se infringían los criterios de la propia CNMV.

Así, uno de los argumentos contenidos en mi recurso se refería a la declaración, del 24 de agosto de 2017, de PEP VII-A International Limited de estar en posesión de un 57,406% del capital de Másmovil Ibercom, S.A., al ser titular de un 18,002% de las acciones en circulación y de bonos convertibles que podría canjear por un número de acciones equivalente al 39,404% del capital.

Según el artículo 4 del RD 1066/2007, de 27 de julio, una persona física o jurídica tiene una participación de control de una sociedad, lo que le obliga a lanzar una OPA sobre el 100% de su capital, cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100. Por tanto, si como ocurrió en el caso de Natra, S.A., la CNMV concede la misma condición a los instrumentos convertibles que a las acciones, en cuanto a derechos de voto, Providence habría incurrido en la obligación de lanzar una OPA forzosa sobre la totalidad del capital de Másmovil Ibercom, S.A.

Los principios seguidos por la CNMV para actuar severa y contundentemente contra los débiles, con motivo de la venta forzosa de las acciones de Natra, S.A. no pueden variarse ni soslayarse para no ejecutar un procedimiento ineludible, aunque pueda resultar contrario a los intereses de una entidad tan poderosa como Providence. En caso contrario, los responsables de la CNMV podrían estar incurriendo en un delito de prevaricación.

Por todo ello, SOLICITO que, de acuerdo con la legislación vigente, se inste a la obligada a formular una OPA forzosa, a precio equitativo, por el 100% del capital de Masmóvil Ibercom, S.A.”

3.4 En el recurso de reposición presentado el 11/09/2019 contra el acuerdo de la CNMV por el que acordaba suspender la cotización de las acciones de NATRA SA, tras desarrollar la obligación que a su juicio tenía PROVIDENCE de lanzar una OPA obligatoria por el total del

capital de MASMOVIL, en relación a la venta de las acciones de NATRA, y el precio equitativo por el que se debería hacer esa OPA obligatoria, venía a señalar:

"- Según el punto 1 del artículo 47 del RD 1066/2007, de 27 de julio, "quien hubiera formulado una oferta pública dirigida a la totalidad de valores, podrá exigir a los restantes titulares a acciones su venta forzosa a un PRECIO EQUITATIVO". La cifra de un euro no constituye, ni mucho menos, un "precio equitativo" al estar sustentada por una valoración falseada por Arcano Corporate, S.L.U., como demuestran las siguientes pruebas:

1. Las numerosas denuncias que varios inversores han interpuesto ante la CNMV, por manipulaciones, falsedades y malas prácticas observadas en dicho informe.

2. La negativa de Arcano a presentar las valoraciones por múltiplos de sociedades cotizadas comparables y por múltiplos de transacciones de compañías comparables, con objeto de impedir su contraste con la que dice haber obtenido por el método de descuento de flujos de caja.

3. El informe pericial elaborado por RHO Finanzas, S.L. que, además de establecer un valor muy superior para Natra, ha encontrado en el trabajo de Arcano multitud de elementos técnicos muy criticables y contrarios a la doctrina financiera." (éste, resulta ser el informe pericial que se ha manejado en el recurso 1663/2019).

Esta Sala y Sección ha examinado la OPA de NATRA, Recurso PO 1663/2019 (objeto del recurso: acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de fecha 12/06/2019 "AUTORIZACIÓN DE LA OPA SOBRE NATRA, S.A. FORMULADA POR WORLD CONFECTIONERY GROUP, S.À.R.L. (GRUPO INVERSOR INVESTINDUSTRIAL)", recurso seguido a instancia de una multiplicidad de minoritarios entre los que no se encontraba la ahora recurrente y en sentencia de fecha 20/05/2022 se ha desestimado el recurso, sentencia ya firme (el recurso de casación se inadmite por Auto del TS de 23/03/2023 R. CASACION núm.: 5893/2022). En dicha sentencia indicábamos:

"El informe RHO se centra en la metodología de valoración de descuento de flujos de caja (DFC), y en pretendidos errores de la valoración de Arcano aportada por el oferente y en otros métodos que apuntan a una valoración muy superior, en concreto, a los métodos de múltiplos de entidades y transacciones comparables. El propio informe en el que se apoya la demanda reconoce que no son ni compañías ni transacción (en singular, porque se trata de una única transacción) comparables. En consecuencia, la conclusión de RHO de que el valor del 100% de las acciones de Natra puede razonablemente situarse en torno a los 266 millones de euros, lo que supondría un valor por acción de 1,75 euros a 31/12/2018 no está motivada. Consecuentemente, el valor de 1,66 euros por acción de Natra, que según RHO arrojaría el informe de Arcano no está tampoco justificado. Por todo lo cual el informe pericial de RHO no acredita error del rango de valor de 0,94 a 0,99 euros por acción (siendo 0,94 el valor medio de cotización y 0,99 el resultado de aplicar el método del descuento de flujos de caja), obtenido por Arcano en su informe de fecha 30/05/2018 que forma parte del expediente de la opa autorizada el 12/06/2019. Por lo tanto, tal y como figura en el informe de la DGM sobre la oferta de fecha 10/06/2019, que el precio de 1 euro por acción de la oferta autorizada por la CNMV el 12/06/2019, tiene la consideración de precio equitativo y está justificado para la aplicación posterior de la excepción de oferta de exclusión prevista en el artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007."

3.5 Y con base a la pretensión y hechos recogidos en el recurso de reposición instaurado en vía administrativa el 27/08/2020 (expuestos en el punto 3.1) y los antecedentes derivados del previo recurso de reposición de 11/09/2019 y escrito de 01/03/2020 (expuestos en los puntos 3.2 y 3.3), resolvió la Administración el recurso de reposición interpuesto contra el acuerdo aquí recurrido de 29/07/2020, de autorizar la Oferta Pública voluntaria de Adquisición de acciones de MASMOVIL presentada por LORCA, haciéndolo desestimatoriamente:

"SEGUNDO. - Sobre la supuesta toma de control de Masmóvil por parte de PEP VII-A International Limited (Providence). Señala la recurrente "el 24 de agosto de 2017, PEP VII-A International Limited declaró estar en posesión de un 57,406% del capital de Masmóvil Ibercom S.A. al ser titular de un 18,002% de las acciones en circulación y de bonos convertibles por un número de acciones equivalente al 39,404% del capital y, si bien estos porcentajes se calcularon sobre la base no diluida del capital, aun en el supuesto de que todos los bonistas acudiesen a la conversión y aunque ésta se realizase en su totalidad con nuevas acciones, y no con acciones ya existentes, Providence seguiría ostentando un 34,5% del capital totalmente diluido".

El argumento no puede prosperar por dos razones diferentes.

En primer lugar, el recurso parece confundir los valores sobre los que se extiende la opa obligatoria con los valores que se tienen en cuenta para el cómputo de una participación de control que determina la obligación

de formular aquella. Al respecto, debemos indicar que, (i) si bien las OPA, conforme establece el artículo 3.2 b) del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, RDOPAS), deberán dirigirse también a los titulares de obligaciones convertibles en acciones, (ii) a los efectos del cómputo de los derechos de voto para alcanzar la participación de control que determina la obligación de formular OPA obligatoria, el artículo 5 del mismo texto normativo excluye sin embargo expresamente, en su apartado 4, a las obligaciones convertibles de tal cómputo. En definitiva, la OPA obligatoria ha de dirigirse también a las obligaciones convertibles de la sociedad objeto de la oferta (artículo 3.2 RDOPAS), pero en el cómputo de los derechos de voto a efectos de considerar la existencia de una participación de control están sin embargo expresamente excluidas tales obligaciones convertibles (artículos 4.1 y 5.4 RDOPAS).

En segundo lugar, de acuerdo con el artículo 1.1. del RDOPAS, la normativa sobre la OPA obligatoria es aplicable únicamente si las acciones han sido admitidas a negociación en un mercado secundario oficial antes de que tenga lugar la adquisición de una participación de control, tal y como se define en el artículo 5 del RDOPAS, dándose la circunstancia de que la inversión de Providence tanto en acciones como en obligaciones convertibles de Masmóvil, al margen de que no constituye una participación de control, es anterior a su admisión a negociación en las cuatro bolsas españolas, de acuerdo con el folleto de admisión a negociación de las acciones de Masmóvil, registrado en la CNMV con fecha de 13 de julio de 2017 (admisión a negociación el 14), sin que la normativa de OPA pueda ser aplicable a las sociedades que cotizan en el Mercado alternativo bursátil (hoy en día, BME Growth), tal y como ocurría con Masmóvil con anterioridad al 14 de julio de 2017."

TERCERO.- Sobre el resto de cuestiones planteadas en el recurso. El recurso alude asimismo a la necesidad de aplicar el criterio de cómputo de obligaciones convertibles aplicado a ventas forzadas en OPAS en las que el periodo de aceptación discurre durante un periodo ordinario de conversión de las obligaciones, así como a diferentes escritos presentados en la CNMV sobre esta cuestión, y al precio no equitativo de la OPA sobre Masmóvil.

Respecto a lo primero, el criterio para las ventas forzosas reguladas en los artículos 136 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) y 47 del RDOPAS, en caso de OPAS en las que el periodo de aceptación discurre durante un periodo ordinario de conversión de las obligaciones y existe la decisión del oferente, recogida en el folleto, de convertir las obligaciones que acuden a la oferta, es el señalado en el escrito de la CNMV que se adjunta al recurso. No obstante, no cabe extender dicho criterio a la obligación de formular OPA, ya que la finalidad de esta obligación y la de la venta forzosa son distintas y, especialmente, el artículo 5.4 del RDOPAS establece claramente cómo debe ser el cómputo en el primer caso.

En cuanto a los escritos presentados por la recurrente (un escrito en el que señala que Providence tenía obligación de lanzar OPA), debe reiterarse lo anterior sobre las obligaciones convertibles. Como es lógico, dicho escrito no dio lugar a procedimiento administrativo alguno, puesto que la obligación de formular OPA, como se ha dicho anteriormente, no existía, y porque, en todo caso, el procedimiento de OPA no se inicia a instancia de un particular. Por lo demás, el recurso de reposición presentado por la recurrente relativo a la OPA sobre dicha entidad fue resuelto por la CNMV en fecha 14 de noviembre de 2019, declarándose la inadmisión por su interposición extemporánea por parte de la misma recurrente (más de tres meses después del acto impugnado, el triple del plazo legalmente establecido).

Finalmente, y en cuanto al precio, debe recordarse que en una OPA voluntaria en la que se solicita la exclusión posterior, como ha sido la de Masmóvil, el precio de la OPA no puede ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo establecido para la OPA obligatoria y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el art. 10.5 del RDOPAS y 137.2 LMV, tal como quedó constatado en el acto impugnado, sin que la recurrente aporte la más mínima justificación de su afirmación sobre el precio”.

3.6 Nada se cuestionaba por la ahora recurrente en el recurso de reposición interpuesto en vía administrativa el 27/08/2020 en relación al concreto del precio de la oferta aprobada en el acuerdo aquí recurrido de 29/07/2020 ni sobre ningún otro aspecto de la misma (su cuestionamiento, en todo caso, redundaba en relación a un precio equitativo para la, a su criterio, necesaria previa OPA obligatoria que, a su juicio, debía resultar de la venta de las acciones de NATRA). Es por ello que la demanda incurre en **desviación procesal** en el marco del art. 56.1 de la LJCA (“1. En los escritos de demanda y de contestación se consignarán con la debida separación los hechos, los fundamentos de Derecho y las pretensiones que se deduzcan, en justificación de las cuales podrán alegarse cuantos motivos procedan, hayan sido o no planteados ante la Administración) respecto al concreto acto recurrido, al introducir en vía de recurso contencioso administrativo cuestiones, que no meras alegaciones, no contemplados en el recurso de reposición y que por tanto no son objeto de la resolución inmediata recurrida, siendo ésta última la que determina la concreta actividad recursiva, la que agota la vía administrativa aunque resulte de un recurso potestativo (art. 123.2 “2. No se podrá interponer recurso contencioso-administrativo hasta que sea resuelto expresamente o se haya producido la desestimación presunta del recurso de reposición interpuesto”).

No se acude a la jurisdicción el 30/11/2020 - fecha de presentación del escrito de interposición - en impugnación directa de la resolución del Consejo de la CNMV de 29/07/2020 dentro del plazo legalmente marcado para ello en el art. 46 de la LJCA, sino que se acciona sobre la base de una previa impugnación en vía administrativa mediante un recurso de reposición, de tal manera que el acto directa e inmediatamente recurrido es el derivado de tal recurso de

reposición –resolución expresa de 29/09/2020- y sobre las condiciones fácticas y jurídicas planteadas en el mismo.

3.7 Citaremos al respecto de la concurrencia de la desviación procesal, las siguientes sentencias del TS:

<< "SEXTO.- Como se señala en nuestras SS 12 marzo y 10 abril 1992 y 18 junio 1993, especialmente en la última, en esta tarea diferenciadora de "cuestión nueva" y "motivos o fundamentos nuevos" debe seguirse la doctrina jurisprudencialmente consagrada, en el sentido de que debe partirse como factor diferenciador de lo que constituye la esencia identificadora del objeto que se haya planteado ante la Administración, entendiéndose por objeto ya que el vocablo es susceptible de más de una acepción- la materia o tema planteado, en lo que respecta a su verdadero contenido, que es lo que sirve de base y el que configura la petición y pretensiones correspondientes; siendo este objeto o materia lo que se traduce con el nombre de cuestión, mientras que cuando se hable de argumento o motivo, se está pensando en el razonamiento empleado en justificación de lo pretendido en relación con aquella; en realidad los dos componentes referidos pueden enmarcarse, uno: en el propio de los hechos, y el otro, en el de la dialéctica, la lógica y el derecho, circunstancia que explica la inalterabilidad que debe existir en el planteamiento y fijación de lo perteneciente al primer campo (supuesto de hecho) y la elasticidad permitida en el campo de los segundos (fundamentos o razonamientos jurídicos).

OCTAVO.- De los anteriores antecedentes, se ha de llegar a la conclusión de que nos encontramos con una cuestión nueva constitutiva de una desviación procesal, pues la petición del escrito de demanda requiere de unos presupuestos de hecho distintos a los que sirvieron de base a las pretensiones del recurso de reposición y reclamación económico-administrativa, y ser aquella cuestión no alegada ni resuelta por la Administración; al pretenderse en el presente supuesto que en el proceso contencioso se dé pronunciamiento distinto al contenido en la resolución contra la que se interpone el recurso, se da una evidente desviación procesal por una clara falta de acomodación de lo postulado en vía jurisdiccional con lo pretendido en vía administrativa -SS. 21 junio 1982 y 27 marzo 1987-; al no entenderlo así la sentencia apelada, se hace preciso revocar la misma, respecto a la liquidación a que el presente recurso de apelación se refiere, estimando éste en cuanto a ella.

NOVENO. - No se opone a lo anteriormente establecido, pudiera alegarse que tanto en vía administrativa como en vía contenciosa, se solicita la anulación de la liquidación girada, pues son muy distintos los efectos de la anulación instada, en una y otra, pues así como en la primera dicho pronunciamiento estimatorio no daría lugar a otra cosa que a la modificación de la liquidación girada, en la segunda igual pronunciamiento había de derivar en la dejación sin efecto de la misma.">> S. TS 03/05/1994, Rec. 9598/1990.

<< "En efecto, cabe significar que, conforme a una consolidada doctrina jurisprudencial de esta Sala de lo Contencioso- Administrativo del Tribunal Supremo, que se expone en la sentencia de 5 de febrero de 2000 (RC 2784/2000), la naturaleza revisora de la jurisdicción contencioso-administrativa exige la existencia de un acto o actuación de la Administración sometida al Derecho Administrativo, pero no es el contenido del acto el que condiciona las facultades de revisión, sino las pretensiones formuladas en el escrito de interposición y en la demanda, siempre que la Administración hubiera tenido la oportunidad de resolver sobre las mismas, debiendo interpretar este criterio en sentido amplio, en el sentido de que no cabe exigir una correspondencia mimética entre las peticiones deducidas previamente en vía administrativa y las pretensiones articuladas en el proceso contencioso-administrativo.

En la sentencia del Tribunal Supremo de 22 de noviembre de 2010 (RC 4326/2007) se determinan los límites derivados del carácter revisor de la jurisdicción contencioso-administrativa, en el

sentido de que podrán inadmitirse por el juez contencioso- administrativo pretensiones deducidas en el proceso contencioso-administrativo que sean sustancialmente distintas a las planteadas ante la Administración:

«(...) Por otra parte, quien recurre una actuación administrativa, en apoyo de su pretensión ha de articular los motivos que estime procedentes, debiendo resolver el tribunal en el marco delimitado por aquellas pretensiones y estos motivos (artículos 56.1 y 33.1) y, si apreciase la existencia de razones distintas a las hechas valer por las partes para fundar la demanda o la oposición a la misma, así habrá de hacérselo saber, para que se manifiesten sobre el particular (artículo 33.2).

En este diseño claramente se comprende que el carácter revisor de nuestra jurisdicción veda a los tribunales de lo contencioso-administrativo pronunciarse sobre pretensiones distintas de las esgrimidas por los contendientes en la vía administrativa, pero nada impide que para decidir sobre las mismas atienda a motivos diversos de los entonces hechos valer, bien se introduzcan ex novo por los interesados en la vía judicial o lo haga el propio órgano jurisdiccional de oficio, previo planteamiento de la tesis. El motivo es el fundamento de la reclamación y no existe óbice para que el administrado aduzca en la demanda una razón (motivo) para obtener la anulación del acto (pretensión) que no hizo valer ante la Administración.»

Asimismo, cabe poner de relieve que, conforme a la doctrina del Tribunal Constitucional expuesta en las sentencias 136/1995, de 25 de septiembre, 220/2003, de 15 de diciembre, 158/2005, de 20 de junio, y 155/2012, de 16 de julio, el orden contencioso- administrativo «ya no puede ser concebido como un cauce jurisdiccional para la protección de la sola legalidad objetiva o, si se prefiere, como un proceso al acto, sino, fundamentalmente, como una vía jurisdiccional para la efectiva tutela de los derechos e intereses legítimos de la Administración y de los administrados», debiendo atender para resolver las eventuales discordancias entre las cuestiones y pretensiones suscitadas en vía administrativa y las deducidas en el proceso contencioso-administrativo, como obstáculo al acceso a la jurisdicción contencioso-administrativa, a la distinción entre cuestiones nuevas y meros motivos de impugnación.

Al respecto, en la sentencia constitucional 158/2005, de 20 de junio (EDJ 2005/118929), se afirma:

«(...) Parte nuestra doctrina del reconocimiento de la legitimidad de la interpretación judicial relativa al carácter revisor de la jurisdicción Contencioso-Administrativa y la doctrina de la inadmisibilidad de las cuestiones nuevas. Esa interpretación, que el Tribunal Supremo continúa aplicando tras la entrada en vigor del nuevo texto legal, asume una vinculación entre las pretensiones deducidas en vía judicial y las que se ejercieron frente a la Administración, que impide que puedan plantearse judicialmente cuestiones no suscitadas antes en vía administrativa. La distinción entre cuestiones nuevas y nuevos motivos de impugnación corresponde a la diferenciación entre los hechos que identifican las respectivas pretensiones y los fundamentos jurídicos que los justifican, de tal modo que, mientras aquéllos no puedan ser alterados en vía jurisdiccional, sí pueden adicionarse o cambiarse los argumentos jurídicos que apoyan la única pretensión ejercitada. De nuevo, pues, para determinar «si esta negativa del órgano judicial a resolver la referida cuestión de fondo es o no conforme con el derecho a la tutela judicial efectiva debe previamente determinarse cuál ha sido la petición formulada ante la Administración y, una vez establecido esto, examinar si la pretensión procesal ejercitada ante la jurisdicción alteró sustancialmente los términos de aquella petición de manera tal que esa cuestión deba calificarse de "nueva", por no haberse planteado previamente ante la Administración, impidiendo que ésta tuviera posibilidad real de pronunciarse sobre ella» (STC 98/1992, de 22 de junio, F. 3 (EDJ 1992/6728)).»

Y en la sentencia constitucional 155/2012, de 16 de julio (EDJ 2012/169648), se confirma esta doctrina, recordando la falta de vinculación estricta entre los motivos alegados en vía administrativa y en el proceso contencioso-administrativo para respetar el carácter plenario de la

jurisdicción contencioso-administrativa y el derecho a la tutela judicial efectiva, en los siguientes términos:

« (...) Más en concreto, en relación con el grado de vinculación entre las alegaciones formuladas en la vía administrativa y en el proceso Contencioso-Administrativo, este Tribunal tiene ya una consolidada doctrina, de la que resulta exponente la STC 180/2005, de 4 de julio (EDJ 2005/118916), según la cual no resulta atendible «desde la óptica constitucional que nos es propia la consideración del carácter revisor de la jurisdicción Contencioso-Administrativa más allá de la necesidad de la existencia de una actuación administrativa en relación a la cual se deducen las pretensiones procesales para un enjuiciamiento pleno por parte de los órganos judiciales de la actuación administrativa, eso sí, dentro de lo aducido por las partes (art. 43 de la Ley de la jurisdicción Contencioso-Administrativa de 1956 (EDL 1956/42) y art. 33 LJCA (EDL 1998/44323) 1998), las cuales podrán alegar cuantos motivos procedan, aun cuando no se hayan expuesto ante la Administración (art. 69.1 LJCA (EDL 1998/44323) 1956 y art. 56.1 LJCA (EDL 1998/44323) 1998). Y es que, sobre el carácter pleno de la jurisdicción Contencioso-Administrativa y la falta de vinculación estricta a los motivos alegados en la vía administrativa si se quiere respetar el derecho a la tutela judicial efectiva, ya se ha pronunciado este Tribunal en más de una ocasión (SSTC 74/2004, de 22 de abril, F. 8 (EDJ 2004/23360), y 202/2002, de 28 de octubre, F. 3 (EDJ 2002/44861), en relación con el contencioso- disciplinario militar; y 160/2001, de 5 de julio, en relación con el Contencioso-Administrativo en general)»..».

Por ello, resulta no ajustado al carácter revisor de la jurisdicción contencioso-administrativa el criterio que sostuvo la Sala de instancia de entender que, en el supuesto enjuiciado, se ha producido «una alteración parcial de la causa de pedir» entre lo planteado en el recurso de reposición formulado contra la resolución del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones de 12 de marzo de 1999 y la pretensión deducida en el recurso contencioso-administrativo, que resulta determinante para no poder enjuiciar en sede judicial «motivos de impugnación ya consentidos», y que justificaría la decisión de inadmisión parcial del recurso contencioso-administrativo, en cuanto estimamos que la apreciación sobre la existencia de desviación procesal en el comportamiento de la mercantil recurrente supone una desconsideración injustificada del derecho a la tutela judicial efectiva sancionado en el artículo 24 de la Constitución (EDL 1978/3879), que garantiza el derecho a obtener de los órganos jurisdiccionales una resolución fundada en Derecho sobre el fondo de las pretensiones oportunamente deducidas por la parte, atendiendo al propio carácter potestativo del recurso de reposición formulado y teniendo en cuenta que no observamos que se haya producido una modificación sustancial de las circunstancias de hecho ni de los motivos de impugnación alegados en vía administrativa respecto de los aducidos en sede judicial. >> Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 3ª, S 19/01/2015, rec. 5923/2011.

<< "En relación a la "desviación procesal ", el Tribunal Constitucional en su sentencia 58/2009, de 9 de marzo (EDJ 2009/31689), afirmó que "no cabe confundir nuevo planeamiento de cuestiones sobre las que no se ha pronunciado la Administración con nuevos motivos aunque no hayan sido aducidos en vía administrativa conforme autorizan los art. 56.1 y 78.6 de la Ley 28/1998, de 13 de julio, reguladora de la jurisdicción contencioso-administrativa, [...]"

En la sentencia de esta Sala, de 21 de julio de 2000, recurso 3810/1995: " Como hemos declarado, entre otras muchas, en sentencia de 28 de febrero de 1994 y las que allí se citan, la Ley de esta Jurisdicción supuso una superación de las viejas

concepciones según las cuales no se podía atacar un acto administrativo sino en virtud de argumentos que ya hubieran sido articulados en vía administrativa, permitiendo que en el escrito de demanda pudieran alegarse cuantos motivos procedieran aunque no se hubieran expuesto en el previo recurso de reposición o con anterioridad a éste (artículo 69.1), pero sin que ello supusiera la posibilidad de plantear cuestiones no suscitadas en vía administrativa. La distinción entre

cuestiones nuevas y nuevos motivos de impugnación corresponde a la diferenciación entre los hechos que identifican las respectivas pretensiones y los fundamentos jurídicos que las justifican, y la Sala de instancia recoge acertadamente esta doctrina, desestimando las antes indicadas pretensiones por tratarse no tanto de motivos de impugnación como de auténticas pretensiones materiales no planteadas antes en vía administrativa". Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 5ª, S 30/09/2020, nº 1226/2020, rec. 2432/2019

3.8 La evidente existencia de en este caso de una modificación sustancial de las circunstancias de hecho y de las cuestiones objeto de impugnación alegadas en vía administrativa en el recurso de reposición que conduce a la resolución inmediata recurrida respecto de los aducidos en sede judicial, de inicio, ya conllevaría la desestimación del recurso sin perjuicio de lo que se desarrolla en los fundamentos jurídicos siguientes para más satisfacción resolutoria de parte y sobre la premisa de que demandado y codemandados, pese a argumentar en favor de tal desviación procesal, vienen a interesar un pronunciamiento de fondo.

4.- ACTUACIÓN DE LA CNMV EN LA CONCRETA OPA APROBADA EN EL ACTO RECURRIDO. SUPUESTAS IRREGULARIDADES QUE A JUICIO DE LA RECURRENTE DEBERIAN HABER LLEVADO A NO APROBAR LA OPA PRESENTADA POR LORCA (pretensión de anulación y recálculo del precio).

El **Real Decreto 1066/2007**, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (citado RDOPAS) viene a determinar:

Artículo 21. *Autorización de la oferta.*

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores examinará el folleto presentado y la documentación complementaria y autorizará o denegará la oferta. La Comisión podrá recabar del oferente la aportación de la información adicional necesaria.

2. El acuerdo de denegación deberá ser motivado y fundamentarse en el incumplimiento de lo previsto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el presente real decreto y demás normativa aplicable.

3. El acuerdo de autorización o denegación deberá adoptarse en un plazo de veinte días hábiles a partir de la recepción de la solicitud.

En el caso de que los documentos complementarios se reciban después de dicha solicitud según lo dispuesto en el artículo 17 o, cuando se requieran informaciones o documentos adicionales, el plazo señalado en el párrafo anterior se computará desde la fecha en que se registren dichos documentos o informaciones.

De acuerdo con lo previsto en el artículo 16 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, el acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores pondrá fin a la vía administrativa, siendo recurrible ante la Jurisdicción Contencioso Administrativa, sin perjuicio de la interposición, en su caso, de recurso potestativo de reposición.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores notificará el acuerdo adoptado al oferente, a la sociedad afectada, a las Sociedades Rectoras de las Bolsas y a la Sociedad de Bolsas, así como a cualesquiera otros organismos o autoridades cuya notificación pudiera considerarse necesaria y difundirá dicho acuerdo mediante la publicación en su página web.

5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá adaptar, cuando sea necesario, el procedimiento, los plazos y los demás requisitos formales aplicables a las ofertas públicas de

adquisición que se formulen simultáneamente en un mercado secundario oficial español y en otro mercado de un Estado no perteneciente a la Unión Europea.”

4.1 OPA voluntaria

Partimos de una OPA voluntaria en la que se anunciaba la aplicación posterior del art. 11.d) RDOPAS (en conclusiones, la recurrente cambia su argumentario y viene a defender que, como la determinación del precio de la OPA voluntaria se realizó en atención a los métodos de valoración de los arts. 10 del Real Decreto 1066/2007 y el 137.2 del TRLMV, existía la obligación de formular una OPA obligatoria, con el consiguiente recálculo del precio):

- **4.1.1** La OPA autorizada era una OPA voluntaria de las previstas en el artículo 137 TRLMV Real Decreto Legislativo 4/2015 y art. 13 del RDOPAS:

“Artículo 13. Ofertas voluntarias.

1. Aun cuando no resulten obligatorias según lo previsto en este real decreto, podrán formularse con carácter voluntario ofertas públicas de adquisición de acciones de una sociedad cotizada, o de otros valores que, directa o indirectamente, puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.

2. Las ofertas voluntarias podrán sujetarse a las siguientes condiciones, siempre que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación:

a) Aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales o adopción de otros acuerdos por la junta general de accionistas de la sociedad afectada.

b) Aceptación de la oferta por un determinado número mínimo de valores de la sociedad afectada.

c) Aprobación por la junta general de la sociedad oferente de la oferta.

d) Cualquier otra que sea considerada conforme a derecho por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Sin perjuicio de las especialidades contenidas en el presente artículo, las ofertas voluntarias quedarán sujetas a las mismas reglas establecidas para las ofertas obligatorias contempladas en este real decreto.

4. Podrá formular una oferta voluntaria por un número de valores inferior al total quien no vaya a alcanzar, a resultas de ella, una participación de control o quien, ostentando ya una participación de control, pueda libremente incrementar su participación en la sociedad afectada sin sujetarse a la obligación de formular una oferta obligatoria.

5. Las ofertas voluntarias no habrán de formularse al precio equitativo.

6. Si en el curso de la formulación de una oferta voluntaria esta deviniera obligatoria, la oferta deberá cumplir con lo dispuesto en este real decreto para las ofertas obligatorias. La Comisión Nacional del Mercado de Valores adaptará todos los plazos que le sean aplicables cuando ello sea necesario para que el oferente pueda cumplir con las obligaciones derivadas del carácter obligatorio de la oferta y para que se garantice la debida protección de los destinatarios de la misma.”

- **4.1.2** Las **OPAs obligatorias**, lo son por imperativo legal (como tal, conforme el art. 2 del RDOPAS en referencia a los art. 3, 7, 10 y 12 de dicho texto legal, encontramos las siguientes: (a) cuando se alcanza el control de una sociedad cotizada ex art. 3 y 7 del RDOPAS b) las ofertas por exclusión – por una sociedad se busca, de inicio, la exclusión de negociación en bolsa de sus acciones ex art. 10 del RDOPAS y c) las ofertas públicas de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias – se busca la reducción de capital de una sociedad mediante la compra de sus propias acciones- ex art. 12 RDOPAS), y con condiciones legalmente marcadas. Así cuando se trata de ofertas obligatorias por toma de control, por haberse alcanzado previamente el control de la sociedad, ejemplo paradigmático de OPA obligatoria, se presentan por el 100% de las acciones de la compañía, a un precio equitativo y no pueden estar sujetas a ninguna condición.

Las **OPAs voluntarias** se basan en el principio de autonomía, sin que exista obligación legal en su presentación, no están sujetas a requisitos legales de precio – no se impone el precio equitativo - o número de acciones y el oferente puede establecer las condiciones que cree oportunas conforme a lo previsto en los artículos 13 y 26 del RDOPAS. Estas OPAs voluntarias pueden servir para tomar el control de la sociedad opada en cuyo caso, el oferente, tras la OPA voluntaria, estará en la obligación de formular una posterior OPA que será obligatoria, salvo que sea de aplicación la excepción prevista en el artículo 8.f) del RDOPAS (*"que la oferta haya sido formulada a un precio equitativo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 9; o bien, que haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50 por ciento de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta"*).

La existencia de condicionantes para la justificación del precio en atención a unos métodos de valoración, como derivado de la voluntad manifestada de, posteriormente, excluir de cotización las acciones por la vía del art. 11.d) del RDOPAS, no altera la naturaleza de la OPA como OPA voluntaria (esto es lo que aquí ocurre).

Legalmente no hay figuras intermedias: opas semi-obligatorias o semi-voluntarias

- **4.1.3** La existencia de **"irrevocables"** no hace perder dicho carácter voluntario a la OPA lanzada ya que solo con la liquidación de la OPA, tendrá lugar, en su caso, la adquisición de una participación de control por el oferente. Con el régimen legal vigente, la obligación de lanzar una OPA no surge por la intención del oferente de rebasar el umbral de control establecido sino por alcanzarlo. En el caso que nos ocupa, el oferente no tenía en el momento del lanzamiento de la OPA una posición de control sobre la sociedad cotizada, sino que únicamente había alcanzado acuerdos **"irrevocables"** con algunos de sus accionistas. Otro tanto ha de decirse en relación a los consejeros-accionistas que habían manifestado en folleto la intención de aceptar la oferta.

- **4.1.4** La obligación de precio equitativo del art. 9 del RDOPAS (precepto incardinado en el Cap. II) está directamente relacionada con las OPAs obligatorias:

Artículo 9. Precio equitativo.

1. Las ofertas públicas de adquisición a que se refiere este Capítulo deberán efectuarse con un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen

concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.

2. A los efectos de la determinación del precio equitativo se incluirá el importe íntegro de la contraprestación que en cada caso haya pagado o acordado pagar el oferente o las personas que actúen en concierto con él. En concreto se aplicarán las siguientes reglas:

a) En el caso de que la compraventa fuese ejecución de un derecho de opción de compra previo, al precio de la compraventa se le adicionará la prima en su caso acordada por la concesión de la opción;

b) En el caso de que la compraventa fuese ejecución de un derecho de opción de venta previo, al precio de la compraventa se le deducirá la prima en su caso acordada por la concesión de la opción;

c) En el caso de otros instrumentos financieros derivados, el precio será el precio de ejercicio más las primas satisfechas para la adquisición del derivado;

d) En los casos anteriores si los precios de ejercicio se calculan en relación con varias operaciones se aplicará el más elevado al que haya cruzado operaciones el accionista en cuestión.

e) Cuando la adquisición de los valores se haya efectuado a través de un canje o conversión, el precio se calculará como la media ponderada de los precios de mercado de los indicados valores en la fecha de adquisición.

f) Cuando la adquisición incluya alguna compensación adicional al precio pagado o acordado o cuando se haya acordado un diferimiento en el pago, el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación o al pago diferido.

3. Cuando la oferta obligatoria deba formularse sin haberse producido previamente la adquisición por el oferente ni por las personas que actúen en concierto con él de las acciones de la sociedad afectada en el período de doce meses antes referido, el precio equitativo no podrá ser inferior al calculado conforme a las reglas de valoración contenidas en el artículo 10.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá modificar el precio calculado con arreglo a lo dispuesto en los apartados anteriores cuando se de alguna de las siguientes circunstancias:

a) Que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el periodo de referencia se haya visto afectada por el pago de un dividendo, una operación societaria o algún acontecimiento extraordinario que permita realizar una corrección objetiva del precio equitativo.

b) Que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el periodo de referencia presentase indicios razonables de manipulación, que hubieran motivado la incoación de un procedimiento sancionador por la Comisión Nacional del Mercado de Valores por infracción de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sin perjuicio de la aplicación de las sanciones correspondientes, y siempre que se hubiese notificado al interesado el correspondiente pliego de cargos.

c) Que el precio equitativo hubiera sido inferior al rango de cotización de los valores en el día de la adquisición determinante de dicho precio, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser menor que el límite inferior de dicho rango.

d) Que el precio equitativo corresponda a una adquisición por un volumen no significativo en términos relativos y siempre que haya sido realizada a precio de cotización en cuyo caso se estará al precio más elevado pagado o acordado en las restantes adquisiciones del periodo de referencia.

e) Que las adquisiciones del periodo de referencia incluyan alguna compensación adicional al precio pagado o acordado, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación.

f) Que la sociedad afectada se encuentre, de forma demostrable, en serias dificultades financieras, en cuyo caso, la contraprestación de la oferta deberá ser aquella que resulte de aplicar los métodos de valoración del artículo 10.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir al oferente en todos los supuestos anteriores un informe sobre los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio equitativo. Entre los mencionados criterios se podrán incluir, entre otros, el valor medio del mercado en un determinado periodo, el valor liquidativo de la sociedad, el valor de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta, el valor teórico contable de la sociedad y otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados que, en todo caso, aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web la decisión de que la oferta se formule a un precio distinto del establecido en los apartados precedentes.

5. Cuando la oferta no se formule en el plazo máximo a que se refiere el artículo 17 comenzarán a devengarse intereses sobre el precio equitativo al tipo de interés legal del dinero hasta la fecha en que se formule finalmente la oferta, sin perjuicio de la aplicación de las sanciones correspondientes."

- **4.1.5** En el caso de autos, como se pretendía, posteriormente a la OPA voluntaria lanzada por LORCA, excluir de cotización las acciones de MASMOVIL, ello obligaba, a su vez, en virtud del art. 82 LMV y art. 10 RDOPAS, a "la propia sociedad emisora de los valores a excluir o por otra persona o entidad siempre que cuente con la aprobación de la Junta General de Accionistas de la sociedad que se excluye" a lanzar una nueva y posterior OPA (OPA de exclusión en este caso, OPA que sí sería obligatoria) salvo que, por aplicación del art. 11.d) RDOPAS (cuya aplicación, de inicio, también pretendía la oferente y así lo anticipó, como estaba obligada), pudiese ser exceptuada.

Artículo 10. Oferta por exclusión.

1. De conformidad con el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles, **deberá promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en este artículo, salvo que, por concurrir alguno de los supuestos contemplados en el artículo 11 del presente real decreto, la oferta de exclusión no sea necesaria.**

(...)

2. La oferta deberá dirigirse:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

a) Valor teórico contable de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.

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

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

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

e) Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como, descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros.

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

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

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

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

Artículo 11. Excepciones a la oferta pública de exclusión.

No será precisa una oferta de exclusión en los siguientes supuestos:

a) Cuando se den las condiciones previstas en el artículo 47 para el ejercicio de las compraventas forzosas.

b) Cuando todos los titulares de los valores afectados acuerden por unanimidad la exclusión de negociación con renuncia a la venta de sus valores en régimen de oferta pública.

c) Cuando se produzca la extinción de la sociedad mediante alguna operación societaria en virtud de la cual los accionistas de la sociedad extinguida se conviertan en accionistas de otra sociedad cotizada.

d) Cuando se hubiera realizado con anterioridad una oferta pública de adquisición por la totalidad del capital de la sociedad afectada en la que se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación y, además, se justifique el precio, según lo previsto en los apartados 5 y 6 del artículo 10 mediante un informe de valoración, y se facilite la venta de la totalidad de los valores mediante una orden de compra de dichos valores, al mismo precio que el de la oferta previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la oferta precedente.

e) Cuando la Junta General de Accionistas y, en su caso, la Asamblea General de Obligacionistas, de la sociedad emisora de los valores a excluir, acuerde un procedimiento que a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en virtud de lo establecido en el artículo 34.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sea equivalente a la oferta pública porque asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de valores afectados por la exclusión.

- **4.1.6** Debe distinguirse entre, por un lado, el precio equitativo stricto sensu del art. 9 RDOPAS, aplicable, en principio, sólo a OPAS obligatorias y definido en su apartado 1 como el precio más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta, salvo que concurren las circunstancias de su apartado 4, y, por otro lado, el precio de exclusión, que es el que se aplica conforme al art. 10.5 y 6 del RDOPAS, y se identifica con el mayor que resulte entre el citado precio equitativo del art. 9 (aplicable por tanto para las OPAS voluntarias que se solicitan anunciando una exclusión posterior) y el que resulte de tomar en cuenta en el informe de valoración exigido por el art. 10.5, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el dicho precepto.

- **4.1.7** Una OPA voluntaria, lanzada y anunciada, con la pretensión de exclusión posterior por la vía del art. 11.d) RDOPAS, obliga a la CNMV a analizar si se cumplen los requisitos del citado artículo, en lo que ahora interesa, que se justifique el precio por el oferente, según lo previsto en los apartados 5 y 6 del art. 10 RDOPAS, mediante un "informe de valoración", informe que presenta el oferente, informe que debe justificar la aplicabilidad o no de los distintos métodos, y cuál sea más relevante según el caso, a efectos de realizar una valoración conjunta que lleve a una correcta fijación del precio de la OPA.

- **4.1.8** El informe de valoración exigido por el artículo 11.d) remite en su contenido al que se exige por el art. 10 citado en las OPAS de exclusión ("*informe de exclusión*"), que desarrolla el artículo 82 TRLMV, y que se presenta, en este caso, por los administradores de la sociedad afectada por la OPA (sea el mismo Consejo previo a la OPA o el que se constituya tras el resultado de la misma) a la Junta General de dicha sociedad que deberá aprobar la exclusión, poniéndose el informe a disposición de los titulares de los valores afectados por la oferta.

- **4.1.9** Conforme al art.10.5 RDOPAS, el informe de valoración debe contener una justificación detallada sobre la propuesta y el precio ofrecido basada en los resultados obtenidos a partir de los métodos que enuncia y que no son exhaustivos (vemos que el apartado e) se refiere a "*otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional*") tal y como ha señalado el TS:

<<"A nuestro juicio, la claridad del tenor literal del precepto transcrito no permite obtener otra conclusión que no sea la de entender que no existe ningún tipo de prelación entre los métodos que en él aparecen citados, conclusión que hace innecesaria la utilización de cualquier otro método de interpretación ("in claris non fit interpretatio").

Y, por otra parte, tampoco cabe calificar de métodos residuales los enumerados en el apartado e) del precepto. Lo que cabe deducir de la redacción empleada en dicho apartado es que el autor de la norma no ha pretendido enumerar, agotadoramente, todos los métodos de valoración admisibles, sino que, a título de ejemplo ha citado algunos ("tales como, descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros"), dejando abierta la posibilidad de que pudieran utilizarse otros métodos de valoración "aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional".

Es decir, simplemente la norma ha previsto un sistema de numerus apertus y no de numerus clausus al referirse a los métodos de valoración, pero ello no autoriza a deducir que los citados en un apartado del artículo 10.5 tengan preeminencia sobre los incluidos en los apartados siguientes ni, tampoco, que los citados expresamente en el apartado e) de dicho precepto sean preeminentes

respecto de otros que, pese a ser susceptibles de encuadrarse en dicho apartado al amparo de la referencia genérica que contiene, no hayan sido objeto de mención específica en él.”>> S. TS de 23/11/2020 REC 4333/2019

- **4.1.10** El art 10.6 RDOPAS, impone que el precio de la OPA de exclusión (fijado por la sociedad emisora de los valores a excluir) no puede ser inferior al mayor que resulte de entre los dos siguientes:

- el precio equitativo al que se refiere el art. 9 y
- el que resulte de tomar en cuenta, *“de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia”*, los métodos antes citados.

- **4.1.11** La CNMV, por ello, de cara a la oferta de OPA voluntaria lanzada, debía comprobar, como así hizo, los siguientes puntos:

- La existencia del informe de valoración aportado por el oferente – opante - con una justificación detallada sobre la propuesta y del precio ofrecido basada en los resultados obtenidos a partir de los métodos del art 10.5 RDOPAS
- Que el precio de la OPA, de cara al propósito ya anunciado para exceptuar la OPA de exclusión vía art. 11.d) RDOPAS, no fuese inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refiere el art. 9 del RDOPAS y el que resulte de tomar en cuenta, *“de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia”*, los métodos antes citados.

Sin embargo: <<*“Pero, lo que no está contemplado en la legislación vigente es que la CNMV esté facultada para exigir la utilización de un método de valoración concreto en el informe de valoración.”>>S. TS. S. TS de 23/11/2020 REC 4333/2019*

- **4.1.12** Adicionalmente, la CNMV consideró, al caso concreto, que la declaración del estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID 19, mediante el Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, constituía *“acontecimientos excepcionales”* en el sentido del apartado 3.b) del art. 137 del TRLMV (*“b) Que los precios de mercado, en general, o de la sociedad afectada en particular, se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales tales como por catástrofes naturales, situaciones de guerra o calamidad u otras derivadas de fuerza mayor”*), resultando de aplicación lo previsto en el apartado 2 de dicho artículo (*“2. Cuando dentro de los dos años anteriores al anuncio relativo a la oferta concorra alguna de las circunstancias señaladas en el apartado tercero siguiente, el oferente deberá aportar un informe de experto independiente sobre los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio ofrecido, entre los que se incluirán el valor medio del mercado en un determinado período, el valor liquidativo de la sociedad, el valor de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta, el valor teórico contable de la sociedad y otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados que, en todo caso, aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas.*

En el informe se justificará la relevancia respectiva de cada uno de los métodos empleados en la valoración. El precio ofrecido no podrá ser inferior al mayor entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 130 y el que resulte de tomar en cuenta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el informe.

Asimismo, si la oferta se formulara como canje de valores, además de lo anterior, se deberá incluir, al menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido.

Con la finalidad de que la oferta se adecue a lo dispuesto en este apartado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá adaptar el procedimiento administrativo, ampliando los plazos en la medida necesaria y requiriendo las informaciones y documentos que juzgue convenientes.")

- **4.1.13** Lo anterior – acontecimientos excepcionales por pandemia COVID y la incidencia que ello pudiera haber tenido sobre la cotización - implicaba para la OPA de autos que el precio ofrecido debía ser en efectivo, al menos como alternativa, y debía justificarse mediante un informe de experto independiente, no pudiendo ser inferior al mayor que resultase entre el precio equitativo y el obtenido de *"tomar en cuenta y con justificación de su respectiva relevancia"*, los métodos contenidos en el informe de valoración, que debe incluir (de manera similar al caso del art. 10.5 del RDOPAS), *"el valor medio del mercado en un determinado período, el valor liquidativo de la sociedad, el valor de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta, el valor teórico contable de la sociedad y otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados"*.

4.2 "precio equitativo"

4.2.1 El recurrente parte de afirmar que la determinación del precio equitativo *"es objeto de revisión por la CNMV en el momento de la autorización de la oferta y a tales efectos está [la CNMV] facultada para actuar modificándolo atendiendo a determinados criterios y circunstancias"* (sic de la demanda).

Ello es así para las OPAS obligatorias ex art. 9.4 RDOPAS, pero este no es el caso de autos donde partimos de una OPA voluntaria, aunque se anunciaba por el oferente la voluntad de posterior exclusión de cotización por vía del art. 11 d) RDOPAS y aunque concurrieran circunstancias extraordinarias previstas en el artículo 137.2 TRLMV (COVID 19):

- El art. 9.4 del RDOPAS no es aplicable a la OPA voluntaria.

- No se trataba, de partida, de una OPA de exclusión del art. 10 del RDOPAS

- La CNMV, ante una OPA voluntaria de estas características, no puede imponer, ni corregir precio alguno acordando la elevación del precio ofrecido, incluso en el supuesto de que el precio ofrecido no sea equitativo o no cumpla los requisitos fijados en el artículo 137.2 del TRLMV o en el artículo 11 d) del RDOPAS, que se remite a los artículos 10.5 y 10.6 del RDOPAS. En estos supuestos deberá valorar, en cada caso concreto, si procede denegar la autorización de la oferta con arreglo al art. 21 del RDOPAS (*"1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores examinará el folleto presentado y la documentación complementaria y autorizará o denegará la oferta. La Comisión podrá recabar del oferente la aportación de la información adicional necesaria"*), o autorizarla introduciendo una advertencia con arreglo al art. 18 del RDOPAS (*"2. El folleto deberá contener cualquier otra información que el oferente considere oportuno incluir con el fin de que sus destinatarios puedan formarse un juicio fundado sobre la oferta. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá exigir al oferente que incluya en el folleto cuanta información adicional estime necesaria y que aporte la documentación complementaria que entienda conveniente. Asimismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá incluir en el folleto advertencias y consideraciones que faciliten su análisis y comprensión"*)

- En una OPA voluntaria, sobre la base de que no existe ningún deber legal de formularla, el precio es el que el oferente ofrece y no se le puede obligar a pagar uno distinto y superior, ya sea de inicio por la CNMV en el acto de autorización o en sentencia en caso de estimarse que, por cualquier causa, habría de revocarse la autorización de la oferta conferida por la CNMV. En las OPAS obligatorias, por el contrario, partimos de un deber legal de formular la oferta, por lo que la denegación de la autorización por la CNMV o su revocación en sentencia implica para el oferente, en la subsistencia de la obligación previa de lanzar la OPA, un deber de acomodar la oferta a lo dispuesto en la normativa.

- La S. TS de 10/05/2015 (REC 1474/2014) cuando viene a establecer, tras la anulación del acuerdo de autorización de la OPA, una obligación de la CNMV de proceder a *"recalcular el precio equitativo de la oferta pública de adquisición de acciones formulada por Mapfre Familiar Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. sobre Funespaña, S.A"*, partía de una OPA obligatoria (*"El Consejo de la CNMV, mediante resolución de fecha 27 de marzo de 2012 adoptó el siguiente acuerdo: "Autorizar la oferta pública de adquisición obligatoria sobre Funespaña SA, presentada por Mapfre Familiar, Compañía de Seguros y Reaseguros SA,..."*) que no es precisamente el caso de autos:

*<<"(...) En efecto, cabe poner de relieve, en primer término, que la Comisión Nacional del Mercado de Valores está vinculada a determinar el precio equitativo que debe pagar **el obligado a formular la oferta pública** de adquisición de acciones con base a criterios objetivos, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 60 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, reformada por la Ley 6/2007, de 13 de abril, y el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, que deben interpretarse conforme al Derecho de la Unión Europea y, específicamente, con la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, que, en su artículo 5, apartado 4, dispone que «se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta contemplada en el apartado 1. Si el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo compran valores a un precio superior al de la oferta después de que ésta se haya hecho pública y antes del cierre del plazo de aceptación, el oferente deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar como mínimo el precio más alto pagado por los valores adquiridos de esta forma»>> (sic con el añadido del subrayado y resaltado).*

4.2.2. La verificación del precio aquí efectuada por la CNMV en relación la aprobación de la OPA voluntaria ya que la misma se solicitaba vinculaba a una posterior exclusión de las acciones ex art. 11 d) del RDOPAS, goza de una presunción de legalidad y acierto dada su solvencia técnica y su posición de independencia que se le presupone en sus funciones de regulador, lo que hace recaer en el recurrente la carga de alegar y probar que el precio autorizado es contrario a lo dispuesto en el artículo 137.2 del TRLMV o en el artículo 11 d) del RDOPAS, que se remite, a estos efectos, a los artículos 10.5 y 10.6 del RDOPAS.

Véase al efecto la S.TS de 23/05/2005, REC. 2414/2002:

<<"Resulta oportuno recordar, a estos efectos de determinar la compensación económica apropiada o equitativa que debe percibir el accionista afectado por una oferta de adquisición de

acciones, en el supuesto de exclusión de la negociación bursátil, la ratio de la intervención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que, con el objeto de asegurar la solvencia, transparencia y seguridad jurídica de la negociación bursátil, pretende salvaguardar entre otros intereses a) que todos los tenedores de títulos de la sociedad afectada que se encuentren en situaciones idénticas reciban el mismo trato; b) que los destinatarios de la oferta dispongan de tiempo e información suficiente para poder tomar una decisión con respecto a ella con pleno conocimiento de causa; c) que el órgano de administración o de dirección de la sociedad afectada obre en interés de todos los accionistas y no pueda obstaculizar el buen desarrollo de la oferta; d) que no se creen falsos mercados de títulos de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad implicada en la oferta; y e) que la sociedad afectada no vea sus actividades obstaculizadas por el hecho de que sus títulos sean objeto de una oferta durante más tiempo de lo razonable, según se expresa en los principios informadores del Derecho Comunitario. Debe consignarse, que la parte actora no llegó a aportar en el expediente administrativo de autorización un informe de la Entidad Chase Manhattan Bank y desistió de la práctica de la prueba pericial admitida concerniente a determinar el valor equitativo y real del precio de la acción, por lo que cabe concluir que no se ha desvirtuado que el precio de la acción fijado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores resulte inequitativo, ni se ha acreditado que pueda calificarse de arbitrario por ser manifiestamente desfavorable y contrario a las cláusulas y ratios de valoración objetivos determinados en el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991 [antiguo RDOPAS], al no poder sustituir unilateralmente el precio estimado por la Comisión, que, como hemos referido, goza de solvencia técnica y reconocida capacidad en la determinación del valor de las acciones, que constituye el ejercicio de una función prudencial que garantiza los intereses económicos de los accionistas minoritarios, por las subjetivas apreciaciones económicas efectuadas por la parte recurrente expresadas sin base probatoria suficiente.”>>

4.2.3 En cuanto a la pericial de parte (RHO Finanzas), queda de partida cuestionada en su solvencia técnica e imparcialidad por el hecho que con la misma fecha, ante un mismo encargo, una única compañía y una misma OPA, se presentan dos informes (no meros borradores) tan distintos como los aportados en los recursos PO 2130/2020 y PO 2170/2020 (35,21 €/acción) en relación al aportado en el recurso PO 2171/2020 (38,71 €/acción) y sin perjuicio de lo que se desarrollará más adelante en su confrontación con el informe de la Dirección General de Mercados (DGM) de la CNMV que analiza el informe pericial de parte y en su confrontación con la pericial de la codemandada LORCA.

4.3 Conflictos de intereses en el seno del Consejo de Administración de MASMOVIL

4.3.1 En cuanto a los supuestos conflictos de intereses en el seno del Consejo de Administración de MASMOVIL y su trascendencia en el precio de la OPA voluntaria y por ende en la validez del acuerdo que la aprueba, argumentados por la recurrente como motivo de anulación de la única resolución mediata recurrida, no olvidemos que el precio es el que fija el oferente –LORCA- con base, en este caso, a un informe de experto independiente ya que, no es aplicable al caso el art. 82.3 del TRLMV Real Decreto Legislativo 4/2015 (anterior art. 34.5 de la LMV 24/1988), exclusión de negociación voluntaria, cuando viene a disponer:

“1. La exclusión de la negociación de un instrumento financiero en un mercado regulado podrá también ser solicitada por la entidad emisora.

Se asimilarán a la exclusión de negociación aquellas operaciones societarias en virtud de las cuales los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada.

2. Cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados regulados, deberá promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión.

Se exceptúa el caso de que se haya formulado con carácter previo una oferta dirigida a la totalidad de los valores a un precio igual o superior al exigible en las ofertas contempladas en este apartado, siempre que a resultas de dicha oferta el oferente haya alcanzado al menos el setenta y cinco por ciento del capital con derecho a voto de la sociedad afectada.

3. El acuerdo de exclusión y los relativos a la oferta y al precio ofrecido deberán ser aprobados por la junta general de accionistas.

Al tiempo de la convocatoria de los órganos sociales que deban aprobar la oferta, se pondrá a disposición de los titulares de los valores afectados un informe de los administradores en el que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido.

4.3.2 No es aplicable dicho precepto pues NO estamos, de partida, ante una OPA de exclusión del art. 10 del RDOPAS (este y no otro es el supuesto de base analizado por la S. TS de 23/11/2020 REC 4333/2019 casando la previa de esta Sala y Sección de 05/04/2019 PO 143/2017: OPA de exclusión presentada por FCC sobre el 100% de CPV).

4.3.3 El Consejo de Administración de la cotizada – MASMOVIL - no emite ningún informe de valoración sobre el precio ofrecido por el oferente en la OPA voluntaria de cara a la aprobación de la operación por la CNMV que, como la del presente caso, prevén la posterior exclusión de negociación del valor (art. 11 d) del RDOPAS), o se ven afectadas por las circunstancias extraordinarias previstas en el artículo 137.2 del TRLMV.

En este tipo de OPAS, el informe de valoración sobre el precio ofrecido es una informe responsabilidad del oferente –LORCA-, informe que, en el caso de autos, aparece emitido por un experto independiente, experto que en este caso fue PriceWaterhouseCoopers Asesores de Negocios S.L. (ver Informe de la DGM, página 3).

4.3.4 De cara a la OPA voluntaria, el Consejo de Administración de MASMOVIL únicamente emite el informe previsto en el art. 24 del RDOPAS, informe que es de fecha posterior a la autorización administrativa de la OPA, pues es objeto de publicación dentro del plazo máximo de 10 días naturales a la apertura del periodo de aceptación, al objeto de que los accionistas afectados por la OPA puedan tomarlo en consideración para decidir sobre la misma (sí han dispuesto de toda la información necesaria para decidir si permanecen en la sociedad que se anuncia va a ser excluida de cotización o si venden sus títulos, de manera que la exclusión pueda - en su caso y posteriormente - ser aprobada por los propios accionistas, debidamente informados, en Junta General):

“2. El informe del órgano de administración de la sociedad afectada deberá ser publicado en cualquiera de las formas previstas en el artículo 22.1, por la propia sociedad, en el plazo máximo de diez días naturales a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta. Asimismo,

en el mismo plazo deberá remitirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que lo incorpore al expediente de la oferta pública, y a la representación de los trabajadores de la sociedad afectada. Cuando el órgano de administración de la sociedad afectada reciba dentro de los plazos señalados en este artículo un dictamen distinto de los representantes de los trabajadores en cuanto a las repercusiones sobre el empleo, éste se adjuntará al informe de la sociedad afectada”.

Tal y como se desprende del Informe del Consejo de Administración de la opada, publicado de conformidad con el artículo 24 del RDOPAS con ocasión de la formulación de la OPA, el Consejo de MASMOVIL se pronuncia sobre la oferta y no se opone a la intención del oferente de, con posterioridad, excluir las acciones de negociación en Bolsa (DP06, apartado 8.4)

Es por ello que la supuesta existencia de conflictos de interés en el seno del Consejo de Administración de MASMÓVIL sería irrelevante a la hora de atacar la autorización administrativa de la OPA voluntaria presentada por LORCA y, el informe que se exige del Consejo de Administración de la cotizada ex art. 24.1 RDOPAS, no es un informe justificativo del precio ofrecido, sino únicamente un informe en que el Consejo de MASMOVIL debe manifestar, expresamente, si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus administradores o socios, o entre cualquiera de estos y los miembros del órgano de administración de aquella, así como la opinión de éstos respecto de la oferta, y la intención de aceptar o no la oferta por aquéllos que sean titulares directos o indirectos de valores afectados:

“1. El órgano de administración de la sociedad afectada deberá redactar un informe detallado y motivado sobre la oferta pública de adquisición, que deberá contener sus observaciones a favor o en contra, y manifestar expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus administradores o socios, o entre cualquiera de estos y los miembros del órgano de administración de aquella, así como la opinión de éstos respecto de la oferta, y la intención de aceptar o no la oferta por aquéllos que sean titulares directos o indirectos de valores afectados.

El informe comprenderá, asimismo, las posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente que figuren en el folleto, sobre el conjunto de intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad.

Si algún miembro del órgano de administración tuviera algún conflicto de interés lo hará constar y explicará la naturaleza de dicho conflicto.

Si los miembros del órgano de administración mantienen posiciones distintas en relación a la oferta, deberán incorporarse al informe las opiniones de aquéllos que se encuentren en minoría.

En el informe se incluirán los valores de la sociedad oferente poseídos, directa o indirectamente, por la sociedad afectada o por las personas con las que actúe concertadamente y los valores de la sociedad afectada poseídos o representados, directa o indirectamente, por los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, así como los que pudieran tener en la sociedad oferente.”

4.3.5 Una vez liquidada la OPA voluntaria y de cara a la aplicación del art. 11 d) del RDOPAS, sí que hay intervención del Consejo de Administración de la cotizada en el denominado informe de exclusión pero recordemos que no es objeto del presente recurso el acuerdo de 30/10/2020 del Comité Ejecutivo de la CNMV por el que se 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, solicitud que fue presentada por dicha sociedad el día 26/10/2020. De querer llevar dichos supuestos conflictos al informe de exclusión que necesariamente debe emitir el Consejo de Administración de la cotizada para aplicación del art. 11 d) del RDOPAS incurriríamos en desviación procesal respecto del concreto objeto recursivo.

4.4 “Acuerdo de inversión”

4.4.1 En cuanto al “Acuerdo de inversión” o “Acuerdo relativo a la Oferta entre MASMÓVIL y el oferente, Lorca Bidco SAU, acuerdo para colaboración y suministro de información”, (ver apartado 9.3 de la solicitud de autorización, DP 1, así como informe del Consejo de MASMÓVIL, DP 6, pág. 16) fue aprobado por unanimidad por el Consejo de Administración de MASMÓVIL, con la abstención del consejero dominical del accionista PROVIDENCE, en atención a la participación de dicho fondo accionista en el consorcio que, junto con CINVEN y KKR, presentaba la oferta a través de su vehículo inversor, LORCA BIDCO SAU (ver informe del art. 24 RDOPAS -DP 6-, que resume en su pág. 16 el acuerdo de inversión y la abstención).

4.4.2 Estos acuerdos están previstos en la normativa, deben declararse en el mismo anuncio de la OPA (vid. Anexo de la Circular 8/2008, de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, apartado 2.11 “acuerdos relativos a la oferta” entre oferente y el consejo de administración de la sociedad afectada) y deben incluirse en el folleto (vid. Anexo, RDOPAS, Capit. I, “Acuerdos sobre la oferta y la sociedad afectada” entre oferente y los órganos de administración y control de la sociedad afectada) y, como recoge el Abogado del Estado en su contestación a la demanda, “son habituales en OPAS amistosas porque en ellas se parte de la consideración por el órgano de administración de la entidad de que la OPA en concreto es beneficiosa para la entidad y sus accionistas. Esto, lejos de ser contrario a Derecho, es una expresión de sus deberes como administradores, buscando el mejor interés para la sociedad y sus accionistas.” (sic).

4.4.3 En concreto, el RDOPAS, en su Anexo “Contenido del folleto”, Capítulo I, “Acuerdos sobre la oferta y la sociedad afectada”, señala:

“a) Descripción completa de todos los acuerdos o pactos de cualquier naturaleza entre el oferente y los accionistas y miembros de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada, y ventajas reservadas por el oferente a dichos miembros. En su defecto, declaración negativa.

Si la declaración del párrafo anterior no fuese negativa, valores y derechos de voto de la sociedad oferente pertenecientes a los miembros de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada y a los accionistas integrantes del acuerdo.

b) Miembros pertenecientes a los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada y de la sociedad oferente simultáneamente.

c) Acciones y otros valores que puedan dar derecho a su adquisición o suscripción de la sociedad oferente pertenecientes, directa o indirectamente, a la sociedad afectada, con indicación de los derechos de voto y declaración negativa en su defecto.”

4.5 Posibilidad de “OPAs competidoras”

En la reelaboración argumental que se efectúa por la recurrente en conclusiones, se viene a afirmar la imposibilidad de OPAs competidoras sobre la base de tres consideraciones:

- La primera de ellas se refiere a la existencia de acuerdos con compromisos irrevocables en favor de determinados accionistas (véase punto 4.5 de la sentencia)
- La segunda alude a la supuesta existencia de información privilegiada que no se hizo pública al mercado hasta después del anuncio de la OPA (véase los puntos 4.4 y 4.6 de la sentencia)
- La tercera se centra en el establecimiento de compensaciones millonarias para el caso de que la oferta se frustrara (véase el punto 4.7 de la sentencia)

4.5.1 El art. 46 RDOPAS, igualdad informativa, determina que:

"1. La sociedad objeto de la oferta deberá garantizar que exista igualdad informativa entre los oferentes competidores.

2. A tal fin y cuando sea específicamente requerida para ello por un oferente o potencial oferente de buena fe, la sociedad objeto de la oferta habrá de poner a su disposición la información solicitada siempre que ésta hubiese sido facilitada a otros oferentes o potenciales oferentes.

3. La sociedad condicionará la entrega de información a que el destinatario garantice la debida confidencialidad de la misma; a su empleo al exclusivo fin de formular una oferta pública de adquisición y a que la información sea necesaria para la formulación de la oferta."

4.5.2 Al general de la cuestión hemos de señalar que:

- a) Las OPAs competidoras no se ven necesaria e indefectiblemente excluidas por la existencia de acuerdos o pactos de cualquier naturaleza entre el oferente y los accionistas y miembros de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada.
- b) Ya hemos visto que la existencia de dichos acuerdos o pactos, que indudablemente tienen un efecto limitativo sobre las ofertas competidoras— éste es uno de sus objetivos—, son instrumentos lícitos, previstos por la normativa siempre con la necesaria trascendencia pública mediante constancia en el folleto.
- c) Dichos acuerdos otorgan seguridad al oferente en la OPA a presentar, incentivándole a ello. De contrario, el riesgo de revelar infructuosamente su interés por la entidad como el de asumir los gastos de la preparación de la OPA si no triunfa, disuaden al oferente de presentarla.
- d) Al mismo tiempo facilitan la OPA para todos los accionistas (incluso los minoristas que no suscriben el/los irrevocable/s)
- e) Están sujetos al principio general de libertad de pactos y, tal y como se indica en los escritos procesales, se distinguen normalmente, en la práctica y doctrina de derecho de OPAS, tres tipos de pactos irrevocables (irrevocable undertaking) generalmente suscritos por el oferente con accionistas significativos, todos lícitos:

- "hardundertaking", supone la obligación irrevocable de venta, con independencia de posibles ofertas competidoras;
- "hurdle o semi-hardundertaking", que vincula incluso frente a competidoras, hasta un precio concreto (cualquier importe pactado) y
- "softundertaking", en las que el compromiso de venta es solo mientras no exista oferta competidora.

4.5.3 Al particular del caso:

a) Los irrevocables de venta en la OPA de MASMÓVIL eran de carácter parcial, no absoluto, en el que con OPAs competidoras a partir de 26 €/acción quedaban liberados los compromisos.

b) Los irrevocables representaban el 29,56 % del capital social.

c) Ninguna OPA competidora fue presentada a pesar de que la entidad opada contrató a uno de los bancos internacionales de inversión más importantes del mundo (GOLDMAN SACHS) para buscar competidores (ver Informe del Consejo pág. 29, folio 3223 del expediente), teniendo en cuenta, además, el amplio margen que resultaría de la comparativa del precio límite pactado en los acuerdos (26 €/acción) y del precio que la demandante considera correcto y equitativo (como veremos, se mueve entre los 35,21 €/acción y los 38,51 €/acción). Es evidente que el precio defendido en la demanda como equitativo, el mercado no lo entendió como tal hasta el punto de no atraer competidores por encima del precio ofertado (22,50 €/acción). Siendo la diferencia de precio tan abultada con respecto al potencial valor que la demanda le atribuye, no se alcanza a comprender que prácticamente ni un solo accionista rechazase la oferta pública (el 99,32% del capital social ha vendido sus acciones en la OPA o en la orden sostenida posterior, y lo han hecho a un precio de 22,50 €/acción) o que otras entidades potenciales inversores –nacionales o internacionales- no considerasen formular una OPA competidora en posibles cifras, aun superiores al precio ofertado, pero muy inferiores a los 26 €/acción (límite para liberación de los irrevocables) ya que es de esperar que todos los que no tenían irrevocables (inmensa mayoría) y que vendieron a 22,50 €/acción lo hubieran hecho por algo más (argumento de lógica aplastante).

d) La única limitación en derecho de OPAS a los irrevocables es que se garantice al resto de accionistas la misma contraprestación de precio en la OPA, ex art. 14.1 RDOPAS ("*1. Las ofertas públicas de adquisición podrán formularse como compraventa, como permuta o canje de valores o como ambas cosas a la vez, y deberán asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias*") como así se hizo la OPA impugnada, garantizando al resto de accionistas la misma contraprestación que a los que suscribieron el irrevocable: 22,50 €/acción.

e) Si como sostiene la recurrente el precio de la acción debería haber oscilado entre los 35,21 €/acción y los 38,51 €/acción, siendo el precio límite de los irrevocables el de 26 €/acción, muy reducido por debajo del defendido por la parte actora (en el rango superior por el que se decanta el perito de parte, hablaríamos de una diferencia de 12,51 €/acción con respecto al límite de los irrevocables), el establecimiento de tal límite (26 €/acción) carecería del efecto pernicioso que se defiende para posibles OPAs competidoras y no hubieran faltado oferente/s competidor/es que habrían podido moverse en ese amplio rango que resulta de la comparativa no solo con el precio ofertado (22,50 €/acción) sino también con el límite de los irrevocables

(26 €/acción), para conseguir moverse en la mínima de los 26,01 €/acción liberando así a los compromisos irrevocables.

f) El régimen de mejora de ofertas y de ofertas competidoras (art. 45 del RDOPAS) no limita, de forma general, cuantitativamente estas. Solo en la última y definitiva - vez abierto el sobre, el oferente inicial tendría un plazo de cinco días hábiles para una última mejora respecto de lo que hubiese podido ofrecer en los periodos anteriores – entran en juego los límites del art. 45.6 del RDOPAS Real Decreto 1066/2007 (*"El oferente inicial, si no ha retirado su oferta, podrá modificar sus condiciones expresadas según los apartados 2 y 3 si cumple los siguientes requisitos:*

a) que la contraprestación ofrecida en el sobre cerrado o a través de un medio equivalente no fuese inferior en un 2 por ciento a la contraprestación más alta ofrecida en los sobres o en un medio equivalente.

b) Que mejore las condiciones de la oferta u ofertas competidoras, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas al menos en un 1 por ciento; bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior al menos en un 5 por ciento respecto a la mejor de las competidoras. No obstante, cuando la mejora sea distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la oferta a un número de valores superior, deberá presentarse un informe de experto independiente que acredite que la oferta mejora la última precedente salvo que la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta o canje valores y la nueva sea una contraprestación en efectivo cuyo importe supere el manifestado en cumplimiento de lo establecido en el artículo 14.4 de este real decreto.

Esta última mejora se presentará en el plazo máximo de cinco días hábiles desde la comunicación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores prevista en el apartado 4.")

4.6 Abuso de mercado

4.6.1 Tal abuso se construye argumentalmente en la demanda sobre la base de que se conociese por la oferente información no publicada al mercado sobre tres operaciones corporativas denominadas Duero, Uclés y Monterrei II.

4.6.2 Al particular del caso, esas tres operaciones se comunicaron al mercado el 12 y el 22 de junio, mucho antes de comenzar el plazo de aceptación de la oferta -31 de julio- sin que competa a este recurso, dado el limitado objeto del mismo valorar la existencia de ilícitos administrativos o penales.

Huelga decir que no consta expediente sancionador abierto al respecto.

El recurrente que tan claro lo tiene, podía haber presentado denuncia ante la CNMV y no consta que lo haya hecho ni asume como propia la denuncia anónima que dio lugar a que la CNMV requiriera la oportuna información complementaria (DNP 09, folio 6.012, recoge el traslado a D. MSM y D. JLP, responsables del folleto de la OPA, de copia de un escrito recibido a través del canal de comunicación de posibles infracciones en el ámbito de los mercados de valores y *"les requiere para que en el plazo más breve posible, que no podrá exceder de los diez días hábiles siguientes al de notificación del presente escrito, remitan a esta CNMV las informaciones y explicaciones oportunas para la clarificación de las cuestiones a que se refiere dicho escrito"*-) obrando dicha información en la documentación confidencial.

Es evidente que la CNMV al pedir esta información complementaria ha actuado en ejercicio de sus facultades de supervisión e inspección (art. 234 del TRLMV j) *Adoptar cualquier tipo de medida para asegurarse que las personas y entidades sometidas a su supervisión cumplen con las normas y disposiciones aplicables, o con los requerimientos de subsanación o corrección realizados, pudiendo exigir a tales personas y entidades, aislada o colectivamente y a tal fin, la aportación de informes de expertos independientes, auditores o de sus órganos de control interno o cumplimiento normativo*), especialmente relevantes cuando se trata de la posible comisión de infracciones en este ámbito, siendo que del expediente administrativo no resulta que el folleto de la oferta debiera de modificarse, en modo alguno, a consecuencia de ello –denuncia anónima e información aclarativa– en lo que es una mera hipótesis elucubradora de la parte recurrente que redundaba en los acuerdos y supuestos conflictos de intereses ya examinados.

4.6.3 A mayor abundamiento, ya hemos visto la posibilidad legal de acuerdos entre el oferente y la opada de cara a favorecer la OPA y en cuanto la información que se pueda transmitir por esta vía, el Reglamento (UE) 596/2014, de 16 de abril, sobre abuso del mercado (en adelante, RAM), en el inciso final del Considerando (30), establece:

"El mero hecho de tener acceso a la información privilegiada de otra empresa y la utilización de la misma en el contexto de una oferta pública de adquisición con el fin de obtener el control de dicha empresa o de proponer una fusión con la misma no deben considerarse operaciones con información privilegiada".

Consecuentemente, el art. 9.4 del RAM, señala que:

*"a efectos de lo dispuesto en los artículos 8 [operaciones con información privilegiada] y 14 [prohibición de dichas operaciones y de la comunicación de información privilegiada], **del mero hecho de que una persona posea información privilegiada no se considerará que la haya utilizado y que, por lo tanto, haya realizado operaciones con información privilegiada, siempre que dicha persona haya obtenido esa información privilegiada en el transcurso de una oferta pública de adquisición o fusión con una empresa y utilice dicha información privilegiada con el mero objeto de llevar a cabo esa fusión u oferta pública de adquisición, siempre que en el momento de la aprobación de la fusión o aceptación de la oferta por los accionistas de la empresa en cuestión toda información privilegiada se haya hecho pública o haya dejado de ser información privilegiada.** El presente apartado no se aplicará a la formación de una participación."*

4.6.4 Como límite a estos acuerdos de información, previos al lanzamiento de la OPA, está el de igualdad informativa entre oferentes competidores ex art. 46 del RDOPAS con el objeto de que todos los competidores estén en igualdad de condiciones de tal manera que *"la sociedad objeto de la oferta habrá de poner a su disposición la información solicitada siempre que"*:

- la información hubiera sido facilitada a otros oferentes o potenciales oferentes.
- la información sea específicamente requerida por un oferente o potencial oferente de buena fe.

- el destinatario garantice la debida confidencialidad de la misma y su empleo al exclusivo fin de formular una oferta pública de adquisición.
- la información sea necesaria para la formulación de la oferta.

4.6.5 Que el oferente en este caso conociese antes que el mercado las denominadas operaciones Duero, Uclés y Monterrei II y las tuviese en cuenta al llevar a cabo la OPA, es algo totalmente habitual en el contexto de OPAs amistosas como la recurrida (las OPAs se consideran amistosas cuando hay acuerdo entre oferente y de la cotizada opada), en las que la convicción por parte de los órganos de administración de la entidad afectada sobre el carácter positivo de la OPA para la entidad y sus accionistas, les lleva a facilitar información al oferente para conseguir la mejor oferta posible y, precisamente por ello, esta transmisión de información está expresamente excluida por la normativa de la consideración de abuso de mercado por información privilegiada.

En caso de concretarse la OPA, la publicación de dicha información privilegiada, no obstante, pasa a ser obligatoria antes de que se produzca la aceptación de la oferta por los accionistas, precisamente para que dicha aceptación sea con pleno conocimiento de causa de aspectos que son tenidos en cuenta en la valoración y que podrían afectar a la misma. Así ocurrió en el caso de autos.

4.7 Gastos de preparación de la oferta “break-up fees”

4.7.1 Tal y como resulta de la pág. 20 del informe de la DGM, DNP 28, así como en el DP 4, folio 1932 y ss., MASMÓVIL pacta con los oferentes/opantes una única compensación por los daños y costes incurridos en la preparación de la OPA, de 22.600.000 €, posibilidad de compensación que se establece en dos supuestos distintos:

A.- Cuando cumulativamente:

- (1) Que la CNMV autorice una o varias ofertas competidoras en las que no participen ni el oferente, Lorca, ni sus accionistas Cinven, KKR o Providence;
- (2) Que una o varias de dichas ofertas competidoras tengan resultado positivo, y
- (3) Que la Oferta de Lorca no se liquide, bien porque no se cumplen las condiciones y el oferente no renuncie a ellas, o bien porque desiste de la oferta.

B.- Cuando cumulativamente:

- (1) Que la Junta General de Accionistas de MASMOVIL apruebe una operación de las previstas en el artículo 160.f) de la LSC, o MASMOVIL anuncie la firma de un acuerdo relativo a una operación de este tipo, pero no se haya celebrado la junta general de accionistas antes del final del plazo de aceptación de la OPA;
- (2) Que se cumpla una de las siguientes condiciones:

(i) que el precio medio ponderado (VWAP) de las acciones de MASMOVIL correspondientes a los últimos cinco días del plazo de aceptación exceda en, al menos, un 3% el precio de la OPA o

(ii) que la CNMV haya notificado al oferente que el nivel de aceptaciones de la OPA está por debajo del mínimo establecido (más del 50% del capital de MASMOVIL) y

(3) Que la OPA no se liquide porque alguna de las condiciones no se cumple y el oferente no renuncie a su cumplimiento y, por tanto, el oferente no adquiera acciones de MASMOVIL en la OPA.

Como se señala en la contestación a la demanda del Abogado del Estado, el segundo supuesto de compensación es precisamente un supuesto antielusivo del primero, dado que impide que la sociedad cotizada evite el pago de la comisión prevista en el primer supuesto mediante la enajenación de sus activos esenciales a un competidor que pretendiese eludir formalmente el procedimiento de OPA.

4.7.2 Si atendemos a lo dispuesto en el art. 42.4 del RDOPAS

"4. El primer oferente podrá pactar con la sociedad afectada el cobro por aquél de una comisión, en concepto de gastos de preparación de la oferta, en caso de que, por presentarse otras ofertas competidoras, la suya no prospere.

El importe de la comisión no podrá ser superior al 1 por ciento del importe total efectivo de la oferta, deberá ser aprobada por el consejo de administración, con el informe favorable de los asesores financieros de la sociedad y detallarse en el folleto explicativo de la oferta."

Por tanto, normativamente se prevé la posibilidad el denominado "break-up fee", una comisión pagadera al primer oferente para resarcirle de los gastos de preparación de la oferta para el caso de que su oferta no prospere por haberse presentado ofertas competidoras, sujeta a una serie de condicionantes cumulativos:

- a) que la comisión no sea superior al 1 % del importe total de la oferta,
- b) que sea aprobado por el Consejo de Administración de la sociedad afectada,
- c) que se obtenga un informe favorable de los asesores financieros de la sociedad afectada, y
- d) que se detalle en el folleto explicativo de la oferta

4.7.3 En el caso de autos, ésta compensación, en su posibilidad y cuantía así como los dos supuestos que podían motivarla, se aprobó por el Consejo de Administración de MASMÓVIL en su sesión de 31/05/2020, con el informe favorable del asesor financiero de la OPA - GOLDMAN SACHS -, y por un importe, - 22,6 millones -, inferior al 1% del importe total efectivo de la OPA (dado que contraprestación total de la OPA ascendió a una cantidad de 2.963.577.712,50 €, la compensación representaba un 0,76% del precio de la oferta, un 0,24% inferior al límite marcado legalmente).

Este tipo de compensaciones (así como el acuerdo más global en el que se inserta la analizada, acuerdo de cooperación e información con el oferente ya analizado en el punto 4.4 de la presente) son muy habituales en OPAS amistosas (precisamente por eso el RDOPAS se refiere expresamente al pacto de una comisión, en concepto de gastos de preparación de la oferta, aunque sea para limitar su importe) y parten de la asunción, por el Consejo de Administración de la opada, de que la OPA en particular es beneficiosa para el interés social y de los accionistas y, por esta razón, acuerda compensar al oferente en parte de los gastos que le genera la OPA, incentivando así que se formule la misma con los costes que ello supone para el oferente, entre otros, la constitución de la garantía del abono de la OPA exigida por el art. 15 RDOPAS -en este caso un aval de 2.963.577.712,50 €, como consta en apartado 2.10 del DNP 28-, garantía que debe presentarse con la misma solicitud de autorización y mantenerse hasta la liquidación de la OPA.

Artículo 15. Garantías de la oferta.

1. El oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la oferta.

2. Cuando la contraprestación ofrecida consista, total o parcialmente, en efectivo, el oferente dará cumplimiento a lo establecido en el apartado anterior aportando un aval de entidad de crédito o documentación acreditativa de la constitución de un depósito de efectivo constituido en una entidad de crédito, que garantice en su totalidad el pago de la contraprestación en efectivo frente a los miembros del mercado o sistema de liquidación y frente a los aceptantes de la oferta, y que permita su empleo por el sistema de compensación y liquidación del mercado en el que se negocien los valores objeto de la oferta, conforme a lo previsto a este efecto en la normativa aplicable a los sistemas de compensación y liquidación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá determinar mediante Circular los modelos a los que deberán ajustarse las garantías.

(...)

La opada en este caso, MASMOVIL, también consiguió, con el acuerdo con el oferente, la dispensa del deber de pasividad establecido en el art. 28 del RDOPAS, que, de otro modo, restringe notablemente el margen de actuación del Consejo de Administración de una entidad cotizada durante la tramitación de la OPA y afecta así de manera relevante a la actividad de la misma.

4.7.4 En principio, ni el TRLMV ni el RDOPAS prohíben al Consejo de Administración de una entidad aprobar una compensación como la analizada por lo que no puede atribuírsele un efecto pernicioso e ilegal, en particular en cuanto a la posibilidad de ofertas competidoras.

A este particular, el perito de parte recurrente Sr. L se ha mostrado claramente desconocedor de esta posibilidad legal al tildar dicha cantidad de desproporcionada e injustificada. Como acertadamente recoge el codemandado LORCA en sus conclusiones:

“No obstante, estas valoraciones se hicieron con total desconocimiento del contenido de la norma como admitió el Sr. L en el acto de la vista:

“[Vídeo nº 1] (0:55:53) PARTE DEMANDADA (Lorca): Aunque sea una pregunta... ¿Usted es conocedor de que esos 22,5 millones están por debajo de lo que la norma permite para ese tipo de compensaciones? (0:56:03)

PERITO (Sr. L): Puede ser. Pero me parece bastante curioso que es que yo lance una OPA y si no triunfa la OPA, la opable me va a compensar. No sé. (0:56:11)

PARTE DEMANDADA (Lorca): Sí, eso está previsto en la normativa”.

Pues bien, una cosa es que el Sr. L, perito económico, introduzca cuestiones puramente jurídicas en su informe económico, obviando por completo la normativa, y otra bien distinta, es que la Recurrente, asistida por letrado, siga manteniendo esas consideraciones a pesar de los términos claros de la norma. La falta de rigor de la parte actora en este punto es patente”

4.7.5 En todo caso, no habría motivo alguno de nulidad ya que pese a las posibilidades de ello y que hemos analizado en el punto 4.5.3, no se presentó una OPA competidora y la OPA se liquidó, por lo que la comisión pactada no se ha abonado (la repetida comisión por gastos de preparación de la oferta nunca se llegó a devengar ni a abonar, dado que su objeto es justamente indemnizar al oferente en caso de que su oferta no prospere por formularse ofertas competidoras).

4.8 Conflictos de interés derivados de la suscripción previa de compromisos irrevocables con el oferente: Key Wolf, Inverready y Onchena. Existencia de consejeros dominicales de accionistas con irrevocables.

Al entender de la recurrente existe un conflicto de intereses cuando miembros del Consejo de Administración de la opada que representan a irrevocables o consejeros con irrevocables suscritos, no se habrían abstenido de participar en el proceso de negociación de la OPA con la sociedad oferente ni de votar en los acuerdos previos al anuncio de la OPA.

4.8.1 Del informe que exige del art. 24 del RDOPAS -DP 6- resulta que:

“4.5 Acuerdos entre los accionistas de Masmovil y la Sociedad Oferente, sus accionistas o sus administradores en relación con la Oferta

De conformidad con lo indicado en el apartado 1.5.1 del Folleto, existen los siguientes acuerdos en relación con la Oferta entre accionistas de Masmovil y la Sociedad Oferente, sus accionistas o sus administradores:

4.5.1 Acuerdos de compromisos irrevocables suscritos con accionistas de Masmovil en relación con la Oferta

El 31 de mayo de 2020, la Sociedad Oferente y, en su caso, JVCo suscribieron sendos acuerdos de compromisos irrevocables (Irrevocable Undertaking Agreement) con cada uno de los Accionistas Reinversores, con Estiriac XXI, S.L. y con Providence VII, en virtud de los cuales la Sociedad Oferente se comprometió, entre otras cuestiones, a lanzar la Oferta, y los referidos accionistas se comprometieron, entre otras cuestiones, a aceptar la Oferta en los cinco primeros días hábiles bursátiles del plazo de aceptación y vender un total de 38.938.643 acciones de Masmovil,

representativas de un 29,56% de su capital social. Se hace constar que los Accionistas Reinversores y Estiriac XXI, S.L. han confirmado a la Sociedad el cumplimiento de dicho compromiso y que, por tanto, a la fecha de este Informe ya han emitido sus respectivas órdenes de aceptación de la Oferta en relación con las acciones de Masmovil de su respectiva titularidad.

Además, los Accionistas Reinversores se comprometieron a reinvertir determinados importes en JVCo recibiendo, a cambio, acciones de JVCo de nueva emisión. Los concretos términos de dichos compromisos asumidos por los referidos accionistas se encuentran detallados en el apartado 1.5.1(c) del Folleto.

4.5.2 Term Sheet de Capital

Los Inversores se comprometieron bajo el Acuerdo de Colaboración a negociar de buena fe los términos de un pacto de socios para regular sus relaciones en lo que respecta a JVCo y TopCo conforme a los términos preliminares regulados en un term sheet adjunto al Acuerdo de Colaboración (el "Term Sheet de Capital").

El Term Sheet de Capital tiene por objeto reflejar el acuerdo entre Lorca Aggregator Limited Partnership, KKR Lorca Aggregator L.P., Providence VII y Providence VIII sobre sus derechos y obligaciones como accionistas directos de TopCo y como accionistas indirectos de JVCo, y constituirá la base para el pacto de socios que se celebrará entre dichas partes y los Accionistas Reinversores. El Term Sheet de Capital contempla el régimen de gobierno de JVCo así como restricciones a la transmisibilidad de las acciones de JVCo" (sic).

4.8.2 A los efectos que aquí nos ocupa, valorar la regularidad de la autorización administrativa de la OPA voluntaria, es irrelevante la cuestión suscitada:

- Como ya vimos, el interés de los accionistas que suscriben compromisos irrevocables con el oferente de una OPA es totalmente compatible con el interés social y el interés del resto de los accionistas, dado que el precio a recibir por sus acciones es exactamente el mismo (prueba de ello es que, en el caso de autos, una vez se informó de los compromisos irrevocables, acudió a la OPA, más del 86% del capital social). Así pues, el mero hecho de que tres consejeros estén vinculados a accionistas que habían firmado un compromiso irrevocable con la opante no los convertía, sin más, en portadores de un interés personal que fuera opuesto y contradictorio con el interés de la propia opada, como se requiere para la concurrencia de una situación de conflicto de interés.

- Aun prescindiendo del voto de estos tres consejeros dominicales, el resto del Consejo votó a favor de la OPA de manera unánime, sin que dicho acuerdo haya sido cuestionado, en tiempo y forma, en el ámbito civil/mercantil dentro del escueto margen que marca el art. 204.3.d) LSC:

"3. Tampoco procederá la impugnación de acuerdos basada en los siguientes motivos:

a) La infracción de requisitos meramente procedimentales establecidos por la Ley, los estatutos o los reglamentos de la junta y del consejo, para la convocatoria o la constitución del órgano o para la adopción del acuerdo, salvo que se trate de una infracción relativa a la forma y plazo previo de la convocatoria, a las reglas esenciales de constitución del órgano o a las mayorías necesarias para la adopción de los acuerdos, así como cualquier otra que tenga carácter relevante.

b) *La incorrección o insuficiencia de la información facilitada por la sociedad en respuesta al ejercicio del derecho de información con anterioridad a la junta, salvo que la información incorrecta o no facilitada hubiera sido esencial para el ejercicio razonable por parte del accionista o socio medio, del derecho de voto o de cualquiera de los demás derechos de participación.*

c) *La participación en la reunión de personas no legitimadas, salvo que esa participación hubiera sido determinante para la constitución del órgano.*

d) *La invalidez de uno o varios votos o el cómputo erróneo de los emitidos, salvo que el voto inválido o el error de cómputo **hubieran sido determinantes para la consecución de la mayoría exigible.***

Presentada la demanda, la cuestión sobre el carácter esencial o determinante de los motivos de impugnación previstos en este apartado se planteará como cuestión incidental de previo pronunciamiento.

- La participación de la recurrente no alcanza el 1 por mil del capital de MASMOVIL al que, en las sociedades cotizadas, se vincula la legitimación activa para impugnar los acuerdos sociales (art. 495.2, apartados b y c, de la LSC).

- En cuanto al informe del art. 24.1 del RDOPAS, vemos que dicho precepto se refiere a los compromisos irrevocables como "acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus administradores o socios, o entre cualquiera de estos y los miembros del órgano de administración de aquélla" y en el art. 24 RDOPAS está expresamente admitido que los consejeros con conflicto de interés puedan participar en el informe, debiendo únicamente "hacerlo constar y explicar la naturaleza del conflicto" (obligaciones cumplidas tal y como resulta del DP 6).

- En el caso de autos, el informe del art. 24 RDOPAS que emitió el Consejo de Administración de MASMOVIL fue mayoritario ya que obtuvo 10 votos sobre 11 (vid. DP 6 y DP 7).

- Ya hemos visto que la existencia de compromisos irrevocables previos está prevista normativamente (ver punto 4.5)

4.9 "compensaciones adicionales" para accionistas con irrevocables: principio de igualdad de trato.

4.9.1 Se viene a defender que Key Wolf, Onchena, Inverready y Estiriac XXI, recibieron una compensación adicional, consistente en el "derecho a reinvertir" el precio obtenido de la venta de sus acciones en la OPA en la entidad oferente, infringiendo así la igualdad de trato.

4.9.2 Conforme al **art.14.1 del RDOPAS:**

*"Las ofertas públicas de adquisición podrán formularse como compraventa, como permuta o canje de valores o como ambas cosas a la vez, y deberán **asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias.**"*

4.9.3 Con fecha 31/05/2020 el oferente y 5 accionistas de Masmovil (Onchena, S.L., Key Wolf, S.L.U., Inverready, Estiriac XXI, S.L. y PLT VII MAS S.à r.l.- Providence-), suscribieron acuerdos

irrevocables para la aceptación de la oferta con un 29,56% del capital de MASMOVIL. Estos accionistas tienen 4 consejeros dominicales de los 12 miembros que integran el consejo de MASMOVIL (JCH, dominical de Providence, JET, dominical de Inveready que tiene el cargo de vicepresidente 2º, Key Wolf, S.L.U. representada por JPS y RC, dominical de Onchena). Los acuerdos irrevocables contemplan la reinversión en JVCo de determinadas cantidades por tres de los accionistas mencionados (el "derecho de reinversión" que se quiere construir argumentalmente como una retribución añadida sobre el precio de la acción, no es para el total de los irrevocables, para ese 29,56%, sino para un 20,32 %).

4.9.4 El informe de la DGM (DNP 28) apartado 2.2.2, pág. 16 y ss., se describe la reinversión de estos accionistas.

Accionistas	Acciones	% Capital Masmovil	Efectivo por aceptación opa	Reinversión	% Capital JVCo (sociedad que tiene el 100% del capital del oferente)
Onchena, SL	17.390.808	13,20%	391.293.180,00 €	118.261.750€	5,21%
Key Wolf, SLU	6.629.025	5,03%	149.153.062,50 €	118.261.749€	5,21%
Inveready	2.748.965	2,09%	61.851.712,50€	20.000.001€	0,88%
Total				256.523.500 €	11,30%

4.9.5 En cuanto a la cifra de acciones resultante de los compromisos de reinversión, calculada por referencia al precio de la oferta (la reinversión se producirá a un valor financieramente equivalente al precio de la OPA):

"Por otra parte, respecto de las acciones comprendidas en los compromisos de aceptación y reinversión posterior de los otros accionistas, se ha considerado que las cantidades reinvertidas en el grupo oferente por dichos accionistas equivalen a la aportación de acciones.

(...)

los compromisos de reinversión están vinculados en dos casos (118.261.749 euros uno de ellos y 118.261.750 de euros el otro) con el nivel de aceptación de la oferta y la estructura financiera final del grupo oferente, y esta, a su vez, depende de la deuda refinanciar de Masmovil, mientras que en un tercer accionista reinvertirá 20.000.001 euros con independencia de esos factores, por lo que el ajuste necesario para calcular el umbral mínimo del 90% será el siguiente:

A un umbral mínimo de aceptación del 90% (118.543.109 acciones) y un importe a refinanciar de 2.210 millones de euros (caso base estimado en el folleto), le correspondería una reinversión de 232.871.151 euros, que al precio de opa equivale a 10.349.829 acciones, y por tanto, esta última sería la cifra a ajustar. De forma que el nivel mínimo de aceptación sería de 120.784.281 acciones

(incluyendo 12.061.890 acciones de Providence y 10.349.829 acciones a las que equivaldría la reinversión comprometida para un nivel de aceptación del 90% en el caso base) representativas del 91,70% del capital y del 90% de las acciones comprendidas en la opa ajustadas. En dicha cifra habrá 38.938.643 acciones de los accionistas con compromisos y las restantes 81.845.638 acciones de otros accionistas. De realizar el cómputo sin ajuste, la

aceptación mínima necesaria sería de 118.543.109 acciones representativas del 90% de las acciones a las que se dirige la oferta y del capital, siendo 38.938.643 acciones de los accionistas con compromisos y 79.604.466 acciones de otros accionistas.

Para niveles de aceptación superiores al 90%, no se requiere ajuste porque cualquiera que sea el número de aceptaciones se cumpliría el umbral mínimo del 90% calculado con ajuste." Ver informe de la DGM (DNP 28 pág 6)

4.9.6 Al concreto es de destacar que:

a) La reinversión no se configuraba precisamente como un derecho sino como una obligación de la cual solo se liberaban, a su propia solicitud, si concurría cualquiera de las siguientes circunstancias:

- a) el oferente incrementa el precio de la oferta;
- b) una o varias ofertas competidoras se liquidan y el oferente no alcanza una participación superior al 50% del capital de MASMOVIL o
- c) se cumplen los requisitos que dan lugar a la compensación económica y el oferente alcanza un acuerdo con el competidor para la futura gestión de MASMOVIL que no respeta los derechos esenciales de los accionistas vendedores fijados en el acuerdo marco de socios.

b) La OPA se dirigió a todos los accionistas y los accionistas con ese compromiso de reinversión (representaban el 20,32 % del capital de MASMOVIL) obtienen 22,50 €/acción por la venta en la OPA como el resto de accionistas (igual contraprestación), y se obligan, además, liquidada la OPA, a reinvertir en la entidad oferente en "*valor financieramente equivalente al precio de la opa*" (obligación que no recaía sobre el resto de los accionistas incluso algunos de los que tenían compromisos irrevocables).

c) Se dan diferencias significativas entre accionistas que suscriben el acuerdo irrevocable y el resto de accionistas, por lo que difícilmente pueden considerarse en iguales circunstancias, diferencias que difícilmente permiten configurar el acuerdo de reinversión como privilegio en perjuicio del resto de los accionistas:

- los primeros tienen un compromiso irrevocable de venta en la OPA durante los primeros días del plazo de aceptación, mientras que los segundos tienen la posibilidad de aceptar la OPA durante todo el plazo de aceptación y finalmente pueden no aceptarla, para comprobar el volumen de aceptación final de los demás accionistas y 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.

- están también obligados a reinvertir el precio de la OPA en JVCo (sociedad que tiene el 100% del capital del oferente LORCA). El resto de accionistas que no tienen este compromiso de reinversión puede hacer lo que quieran con el precio obtenido tras la OPA aceptada y liquidada.

d) En cuanto a las garantías adoptadas por la CNMV para proteger a los accionistas minoritarios que no suscribieron los acuerdos irrevocables, además de la de igualdad de precio, está el impedir que la venta en la OPA de esas acciones comprometidas en los irrevocables al oferente compute para alcanzar el umbral del 90% de aceptación de la OPA, umbral que, conforme al art. 47 RDOPAS, permite obligar a vender incluso a los accionistas que no acudieron a la OPA ("squeeze out"). Al excluir del cómputo el 11,30% de obligada reinversión en LORCA por los tres accionistas con compromisos irrevocables, se obligó precisamente a someter a Junta de Accionistas, la exclusión (con la garantía adicional que ello supone para los accionistas, particularmente minoritarios) y, en definitiva, a permitir que los accionistas de MASMÓVIL que desearon mantenerse en la sociedad, aún fuera de cotización, pudieran hacerlo, ya que no cabía la venta forzosa de sus acciones al oferente.

e) En el Folleto (página 53, folio 75 del expediente) se indicaba: *"La valoración implícita de las acciones de Masmovil subyacentes a los efectos de la inversión a realizar en JVCo por estos accionistas será el Precio de la Oferta, esto es, 22,50 euros. En consecuencia, el valor implícito de las acciones de JVCo que recibirán los Accionistas Reinversores como consecuencia de esta inversión será financieramente equivalente al Precio de la Oferta"*. Se partía por tanto de que el valor de las acciones resultantes de la reinversión era el mismo que el del precio de la oferta y no se ha acreditado que la reinversión no se produjera a un valor "financieramente equivalente" al precio de la OPA (se vendieron acciones de MASMÓVIL por valor de 22,50 € y se reinvirtieron, indirectamente a través de LORCA/JVCO, en acciones de MASMÓVIL con el mismo valor subyacente de 22,50 €).

4.10 La CNMV contrató como asesor externo y encargó la valoración de MASMOVIL a una empresa especializada, BDO Auditores S.L.P. ("BDO").

4.10.1 La recurrente viene a afirmar que *"BDO Auditores no puede ser considerada como una empresa independiente. Efectivamente, esta sociedad ha sido auditora de la entidad THE NIMO'S HOLDING. Ha sido auditora oficial también de las siguientes de AGILE CONTENT SA, ATRYS HEALTH SA, PARLEM TELECOM COMPANYIA DE TELECOMUNICACIONES SA. Todas estas sociedades estaban controladas por INVEREADY TECHNOLOGY INVESTMENT, socia de MASMOVIL y con representante legal que era vicepresidente segundo del consejo de administración D. JET. Se da la circunstancia también, de que BDO Auditores fue contratada por MASMOVIL o por su filial, KAIXO TELECOM SA para realizar la valoración de EUSKALTEL, en el ámbito de la OPA emitida para la adquisición por MASMOVIL de esta última compañía. Es decir, BDO Auditores No podía ni puede considerarse como una empresa independiente a efectos de realizar la valoración de MASMOVIL en el ámbito de la OPA litigiosa."*

Ni en la demanda ni en conclusiones se desarrolla la consecuencia, jurídicamente establecida, con base a tales hechos que viniera a determinar la pretendida anulación del acuerdo de aprobación de la OPA (ya en el auto resolviendo el recurso de reposición contra el auto de prueba se le advertía de ello). Simplemente deja caer unos hechos sin efectuar un desarrollo

argumental en lógica fáctica y sobre base jurídica que lleve a acreditar un conflicto de intereses en BDO (en qué medida esos trabajos reflejaban que BDO tenía un interés propio en el resultado de la OPA) y, lo que es más importante, contraargumentar en lo que le venía siendo categóricamente afirmado de contrario: que el trabajo de BDO no condicionó la decisión de la CNMV de adoptar el acuerdo por el que se aprobaba la OPA de LORCA sobre MASMOVIL.

4.10.2 La intervención de BDO AUDITORES, S.L.P., viene detallada en el informe de la DGM (DNP 28, pags. 7 y 8):

“1.2.5 Informe de contraste de la valoración de PwC

Para reforzar el examen del informe de valoración de PwC llevado a cabo por los servicios técnicos de la CNMV y al objeto de verificar la validez y la corrección técnica del informe de valoración aportado por el oferente, la CNMV ha procedido a contratar la elaboración de un informe de contraste por una segunda firma.

Del procedimiento de contratación (Expediente número 26/20) resultó adjudicataria la empresa BDO AUDITORES, S.L.P. (BDO), que recibió el día 9/07/2020 el encargo de la CNMV para entregar, en un plazo de 14 días naturales, un informe que analizase los siguientes tres elementos:

- 1. La suficiencia de la información manejada por el valorador original para emitir un juicio sobre el valor de la sociedad.*
- 2. La corrección y adecuación de las hipótesis y la metodología utilizadas en la valoración original.*
- 3. La conclusión de valor o rango de valor que figure en la valoración original y si éste se corresponde o no, y por qué razones, con la valoración que el adjudicatario otorgaría en esa fecha basado en la información manejada por el valorador original.*

Con fecha 27/07/2020 se ha registrado el informe de contraste de BDO, en el que concluye:

- . La Información empleada por el Valorador es suficiente y adecuada para la emisión de su juicio sobre el valor de la Sociedad.*
- . La aplicación de los métodos de valoración realizada por el Valorador es correcta matemática y metodológicamente.*
- . Las principales asunciones e hipótesis establecidas por el Valorador para el desarrollo de los diferentes métodos de valoración son globalmente consideradas razonables y adecuadas.*
- . El rango de valor por acción que razonablemente habríamos otorgado por nuestra parte a las acciones de MásMóvil a la fecha del informe del Valorador sobre la base de la información manejada por este, no difiere significativamente del rango de valoración establecido por el valorador, que considera los resultados obtenidos mediante la aplicación del método del Descuento de Flujos de Caja (“DFC”) y se sitúa entre 19,92 y 24,29 euros por acción.*

El informe de contraste valida el rango de valor del informe original de PwC y no arroja ningún dato que impida calificar el precio de la oferta como “precio equitativo” o que no esté justificado de acuerdo con los criterios de los artículos 10 de RDOPAS y 137.2 de la LMV.

El informe de BDO concluye que el informe final de PwC tuvo acceso a suficiente información, utilizó metodologías correctas y concluyó un rango de valor correcto (entre 19,92€ y 24,29€) de la compañía. Por tanto, cabe reafirmar la conclusión que se obtendría del análisis del primer informe, en base al segundo.

El informe de BDO ratifica la razonabilidad de la asunción del DFC como método principal de valoración por el valorador original.

Adicionalmente, a la hora de tomar en consideración los métodos de valoración del artículo 10 del RDOPAS y del artículo 137.2 de la LMV (lo cual resulta obligado tanto por este último artículo como por el propio artículo 11.d) del RDOPAS), debemos hacer una consideración relevante para este caso. La forma en que el precepto está redactada, de forma abierta y sin establecer una prevalencia de ciertos métodos o indicadores respecto a otros, dejando al informe de valoración la justificación de la relevancia respectiva de cada método, obedece obviamente a que no pueden preverse en la norma todas las situaciones posibles de una compañía cotizada. En el caso que nos ocupa, al tratarse de una compañía en funcionamiento, rentable y en crecimiento por la que típicamente se podría pagar una prima sobre su cotización, la relevancia que debe darse al método del descuento de flujos de caja debe ser superior que en otras situaciones de opa (compañías en serias dificultades, en causa de disolución o con un deterioro evidente de sus indicadores financieros).

Por otra parte, en una situación como la actual, incluso los resultados históricos (cierre 2019, primer trimestre de 2020) deberían tener menor peso que las perspectivas futuras que se puedan anticipar y que estarían incluidas principalmente en el método de DFC.

Por tanto, se estima técnicamente que en este caso el resultado del descuento de flujos de caja debe tener una mayor relevancia en la evaluación general de los distintos métodos atendiendo a las normas contenidas en el RDOPAS.

Asimismo, el precio más alto acordado por el oferente durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta, debe constituir una referencia válida.

Teniendo en cuenta lo anterior y a la vista de los resultados obtenidos en aplicación de los métodos de valoración previstos en los artículos 10 del RDOPAS y 137.2 de la LMV, que se detallan en el apartado 2.9, puede concluirse que el precio de 22,50 euros por acción se encuentra dentro del rango de valor que resulta de la aplicación conjunta y teniendo en cuenta su respectiva relevancia de dichos métodos.

Finalmente, se propone para su inclusión en el acuerdo de autorización, en su caso, de la oferta, el siguiente párrafo sobre el precio de la oferta, el informe de valoración y el informe de contraste.

“La contraprestación de la oferta se considera suficientemente justificada a efectos de lo previsto en los artículos 9 y 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y en el artículo 137.2 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. La CNMV, en su análisis, ha tenido en cuenta a este respecto el informe de valoración presentado por el oferente que, aplicando los métodos contemplados en el Real Decreto, concluye con un rango de valor en el que se encuentra el precio de la oferta. Adicionalmente, la CNMV ha recibido en este caso asesoramiento externo, que ha validado en sus aspectos esenciales las conclusiones del informe preceptivo aportado por el oferente.”(Sic con el añadido del subrayado)

4.10.3 Como se puede apreciar del subrayado, BDO no sustituyó a los servicios técnicos de la CNMV en la realización de sus funciones, de cara a verificar la validez y la corrección técnica del informe de valoración aportado por el oferente y elaborado por PwC.

A este particular basta con remitirse al informe de la DGM (DNP 28 pags. 36 y ss.), en su epígrafe 2.9 donde se analiza la contraprestación de la oferta, en la justificación del mismo ofrecida por el oferente, analizando el informe de valoración efectuado por PwC, informe de fecha 24/07/2020, "realizado con base en la información pública disponible y la información no pública facilitada por Masmovil y el oferente, así como el análisis propio de PwC a partir de fuentes sectoriales, macroeconómicas y de mercado, informes de analistas y conversaciones con la dirección de Masmovil, el oferente y sus asesores, considerando los últimos estados financieros consolidados auditados a 31/12/2019, los resultados del primer trimestre de 2020 no auditados y los hechos posteriores conocidos hasta la fecha del informe (incluyendo un avance de los resultados del primer semestre de 2020), y considerando como fecha de valoración el 31/03/2020"

El resumen de métodos aplicados y los resultados obtenidos por PwC es el siguiente:

Método de valoración	Euros por acción
Descuento de flujos de caja	19,92 24,29
Media de cotización de 6 y 12 meses	17,44 18,79
Transacciones previas	18,45 22,09
Múltiplos de compañías cotizadas comparables	15,65 19,08
Múltiplos de transacciones comparables	17,40 18,62
Valor liquidativo Inferior a los demás	Inferior a los demás
Valor teórico contable consolidado (31/12/2019 y 31/03/2020)	0,78 0,95
Precio opa año anterior	No ha habido

Se detallan igualmente otras variables ponderadas en la conclusión final de aplicar el método de DFC:

"PwC ha considerado las potenciales implicaciones de la pandemia COVID-19, que ha generado gran incertidumbre en las perspectivas económicas, de mercado y de la compañía.

También ha considerado los acuerdos firmados recientemente por Masmovil y comunicados al mercado relativos a su red fija y móvil, denominados Duero, Monterrei II y Uclés y la adquisición de Lycamobile el 12/06/2020 PwC indica que el descuento de flujos de caja (DFC) es el método más adecuado a los efectos de determinar el valor de Masmovil. También considera adecuados el análisis de la cotización media histórica y el precio de transacciones recientes en el capital de Masmovil y como contraste general, los múltiplos de compañías cotizadas y de transacciones comparables.

Basándose en dichos métodos, PwC concluye que, tanto a la fecha de valoración como a la fecha del informe, el valor por acción de Masmovil se sitúa entre 19,92 y 24,29 euros por acción, que es el rango que resulta de aplicar el método de DFC"

Dicho informe de la DGM (pags. 37 a 40) analiza, uno a uno, los métodos ponderados por PwC y al particular del finalmente propuesto, DFC, dicho informe técnico de la CNMV viene a recoger:

"Descuento de flujos de caja (DFC)

PwC ha preparado dos escenarios de proyecciones financieras 2020-2025 en base al análisis de perspectivas macroeconómicas, sectoriales, analistas especializados del sector, el presupuesto 2020 actualizado en abril de 2020 que fue aprobado por el consejo de Masmovil el 18/12/2019, el Guidance de EBITDA y Capex neto para el periodo de 2019-2021 aprobado por dicho consejo el 1/10/2019 (que fue reiterado públicamente por la propia Masmovil en varias ocasiones (28/02/2020, 3/06/2020, 2/07/2020 y 8/07/2020) y discusiones con la dirección de MasMovil y documentos de trabajo (escenario base y escenario aspiracional) que no han sido objeto de contraste ni aprobación por el consejo de administración de la compañía, sobre potenciales escenarios ilustrativos a largo plazo (hasta 2025 con hipótesis de posible evolución futura, análisis preliminares de los impactos del Covid 19 y de los acuerdos recientes Duero, Monterrei II y Uclés).

Las proyecciones de PwC incluyen el impacto de los recientes acuerdos Duero, Monterrei II, Uclés y la adquisición de Lycamobile (los dos últimos estimados de forma separada) y las previsibles consecuencias del COVID-19.

Las proyecciones financieras de PwC se encuentran en línea con el Guidance en Ebitda en 2020 y 2021 y Capex para 2020 mientras que son superiores en Capex para 2021, principalmente por asumir PwC un mayor Capex comercial y de reposición (el impacto de esa diferencia no es significativo) y según consta en el informe, están más en línea con el escenario base de la compañía, que PwC considera más razonable que el aspiracional. Las diferencias se explican en sus principales magnitudes y de forma agregada.

Ventas y margen Ebitda

PwC estima crecimientos más moderados en estas dos magnitudes financieras como consecuencia de la intensificación de la presión competitiva en precios motivada por el COVID-19, por la entrada de nuevos competidores (Digi Communications), las previsiones de expansión nacional de Euskaltel/Virgin y el auge de las marcas "low cost" ("Lowi", "O2", "Tuenti").

En lo que se refiere al margen Ebitda a largo plazo (valor terminal), mientras Masmovil aspira a llegar a un 40%, desde un 27,9% actual (31/12/2019), PwC estima un 38,5% para el caso alto y un 36,9% para el caso bajo.

PwC explica en el informe que el margen Ebitda al que aspira Masmovil del 40% es muy superior al estimado (según S&P Capital IQ) a largo plazo para sus empresas comparables, que es del 35,3%.

Capex

PwC ha estimado que Masmovil pasará de tener una cuota de mercado actual del 14,8% (2019), en el negocio de móviles, al 17% en 2025, mientras que las previsiones aspiracionales de la compañía llegan al 19% (este último dato no se incluye en el informe de PwC). El porcentaje estimado por PwC se justifica porque ningún cuarto operador en Europa, condición que Masmovil tiene en el mercado español, ha superado este nivel.

En el negocio de convergencia y banda ancha, las proyecciones de ambos prácticamente coinciden, siendo la previsión de cuota de mercado a futuro del 16%, desde el 12,1% en 2019.

PwC cree que para poder alcanzar tales porcentajes, se necesita una inversión en Capex coherente con dichas estimaciones y por ello, proyecta un mayor Capex comercial (adquirir y retener clientes) y un mayor Capex de reposición como nivel necesario para mantener y no descapitalizar la base de activos actual.

Por otra parte, y en lo que se refiere a la adquisición de Lycamobile, Masmovil comunicó al mercado (mediante IP de fecha 2/03/2020) unas sinergias esperadas de 30 millones de euros, que PwC ha rebajado hasta 24 millones de euros, por estimar que Lycamobile tendrá un menor número de clientes (impacto COVID-19 y canibalización, es decir, marcas de la misma compañía compitiendo entre ellas).

Masmovil estima en sus objetivos aspiracionales para el periodo 2020-2025 una ratio Capex/ventas del 12%, mientras la proyectada por PwC está entre el 14,5% y 14,7%.

Es necesario tener en cuenta que las empresas del sector comparables a Masmovil, tienen una ratio estimada por analistas de entre el 13,6% y el 19,9% (16,75% de promedio).

PwC afirma que un mayor margen Ebitda (40%) combinado con un menor nivel de capex (12%), como estima Masmovil, representaría unos niveles de rentabilidad significativamente superiores a las empresas comparables, lo que considera muy difícil de sostener a largo plazo. La rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) que ha proyectado PwC es del 14,7% (caso alto) y del 13,2% (caso bajo), muy superior al ROIC medio de las empresas comparables a Masmovil en 2019, que fue del 8,1%.

Además, PwC ha contrastado sus estimaciones de Capex, realizando un análisis de reposición de activos que se encuentra en línea con dichas estimaciones, resultando dicho contraste a nuestro juicio razonable.

PwC también ha contrastado sus estimaciones con los precios objetivo, publicados por distintos analistas. Ha observado una gran dispersión en las estimaciones de estos últimos, tanto en los precios objetivos, como en el margen Ebitda proyectado y en los ingresos medios por cliente. El precio objetivo promedio de los analistas, previo al anuncio de la oferta fue de 25 euros (máximos de 31 y mínimos de 17). Esa gran dispersión impide su comparabilidad y contraste con el trabajo de PwC.

Respecto a la ratio Capex/ventas, mientras PwC estima un rango de entre 14,5% y 14,7%, el promedio de los analistas es del 12%, que por las razones indicadas, sería insostenible y descapitalizaría la base de activos de la sociedad.

A la vista de lo anterior, se ha concluido que las proyecciones financieras de PwC están suficientemente justificadas.

Los escenarios de PwC (caso alto y caso bajo), están más en línea con el escenario base de la Compañía, que consideramos más razonable por tanto, sensibilizan las hipótesis clave para el negocio de MasMovil y su sector, principalmente, evolución del mercado de suscriptores (telefonía móvil prepago, pospago y convergencia/banda ancha), cuota de mercado en dichos segmentos, ingreso medio por suscriptor en cada segmento (ARPU del inglés "Average Revenue Per User"), márgenes de Ebitda (expresado como % sobre ventas y resultantes de proyección de márgenes brutos y costes de explotación) y Capex (de reposición y expansión).

Por otra parte, PwC realiza una extensión de 2 años más (2026-2027) de los principales componentes de los flujos de caja libres para calcular el valor terminal en el 2028 con el objetivo de utilizar este periodo de extensión para (a) normalizar progresivamente el Capex de reposición y variación del capital circulante sostenible a perpetuidad y (b) reflejar la dificultad de no poder

asumir un crecimiento a perpetuidad en línea con la inflación estimada a largo plazo hasta el citado 2028, teniendo en cuenta el entorno de fuerte presión competitiva en ARPU histórica y previsible a largo plazo.

Dichos flujos de caja han sido descontados a una tasa de descuento (coste medio ponderado del capital o WACC) del 7,40%.

PwC ha estimado el valor terminal según el modelo de Gordon & Shapiro, utilizando una tasa de crecimiento "g" del 1,65% (perspectivas de inflación previstas en España para el año 2024 según Economist Intelligence Unit y Oxford Economics).

PwC tiene en cuenta como principales ajustes para determinar el valor de las acciones: la posición financiera neta (deuda financiera menos tesorería y otros pasivos financieros) según el último balance consolidado (no auditado) de marzo de 2020, el valor presente de las bases imponibles negativas pendientes de compensar (activadas y no activadas en dicho balance), su estimación de valor razonable del Plan de incentivos de 2017 que vence en septiembre de 2020 y del Plan de incentivos de 2020 aprobado en la junta general de accionistas el 8/07/2020, la adquisición reciente del operador Lycamobile, S.L.U. (su impacto es de 1,01 euros por acción) y el proyecto Uclés (su impacto es de 0,1 euros por acción).

El valor de los negocios o Enterprise Value (EV) al que llega PwC en el caso alto es de 4.781 millones de euros y de 4.216,7 en el caso bajo del que tras los correspondientes ajustes resulta un valor de los fondos propios de 3.038,8 millones de euros (caso alto) y 2.465 millones de euros (caso bajo).

El valor de los fondos propios se divide entre el número de acciones (excluyendo autocartera) para obtener el valor por acción, obteniéndose un rango de valores mediante la aplicación de la metodología del DFC entre 19,92 y 24,29 euros por acción de Masmovil.

El múltiplo implícito EV/Ebitda que se deriva de la valoración de PwC es de 11x en el caso alto y 9,7x en el caso bajo.

(...)

Exponiéndose la siguiente conclusión valorativa (pag 42):

"Conclusión sobre la valoración

PwC considera que el método más relevante es el DFC, y que el valor de Masmovil, tanto a la fecha de valoración (31/03/2020) como a la fecha de su informe (19/07/2020), se sitúa en un rango entre 19,92 y 24,29 euros por acción, que procede del DFC. Una actualización considerando el avance en borrador de los resultados del primer semestre de 2020, arrojaría valores que estarían en línea con la conclusión.

A la vista de lo anterior, el precio de la oferta tiene la consideración de equitativo y cumple con lo previsto en el artículo 10 RDOPAS y en el artículo 137.2 de la LMV, estando asimismo justificado para la aplicación posterior, en su caso, de la excepción de oferta de exclusión prevista en el artículo 11.d) del RDOPAS."

4.10.4 Como acertadamente indica el Abogado del Estado en su contestación a la demanda, el supuesto conflicto de interés del asesor externo establecido argumentalmente y de forma

exclusiva por sus previos trabajos prestados para el oferente y la opada, simplemente resulta en lo que viene a ser la operativa del trabajo global de una consultora conocida en el sector, e irrelevante dentro de lo que se ha constatado al caso:

“En suma, la CNMV y sus técnicos analizan la OPA y el informe que lo acompaña (de PWC en este caso), emitiendo su informe sobre el que se apoya la autorización (DNP 28) y, en paralelo, el asesor externo emite una opinión de contraste sobre el informe que acompaña a la OPA, sin vincular ni condicionar en modo alguno el informe de la CNMV, que se limita a recoger e incorporar el resultado de esa opinión de contraste. Es decir, esa opinión externa refuerza la de la CNMV como garantía adicional, pero en modo alguno la sustituye o condiciona. Por esta razón, sería indiferente la existencia de conflicto de interés en BDO.

193. En cualquier caso, debe indicarse que las relaciones comerciales de la empresa auditora con sociedades de los grupos a que pertenecen la opada o el oferente son más bien una circunstancia derivada precisamente de su condición de experta. La empresa en cuestión es, en efecto, una consultora conocida. Por su parte, los fondos oferentes también son de los más relevantes del mundo. Es por ello prácticamente imposible que BDO –ni ninguna otra auditora- no haya tenido ningún tipo de relación con sociedades de los grupos de los fondos oferentes y con sociedades del grupo Masmóvil. Por lo tanto, independientemente de que ya se ha indicado que un potencial conflicto sería irrelevante por las funciones por las que ha sido contratada BDO, lo relevante no sería dicho potencial conflicto, sino si estaba adecuadamente gestionado, de lo cual no cabe duda alguna ni se ha plantea de contrario”

5.- BANCO DE ESPAÑA

5.1 Se efectúan consideraciones acerca de la no oposición del Banco de España en relación con la adquisición indirecta del capital y los derechos de voto de XFERA CONSUMER FINANCE SA EFC, filial de MASMÓVIL, como consecuencia de la OPA voluntaria solicitada y aprobada, defendiéndose que se incumple el artículo 26.2 del RDOPAS.

5.2 El RDOPAS permite distinguir dos tipos de autorizaciones:

- autorizaciones que se consideran requeridas directamente por la oferta (ex art. 26.2); y,
- autorizaciones que sean consecuencia de la adquisición de las acciones (art. 13.2 d) y Capítulo V del Anexo)

5.3 El art. 13.2 d) del RDOPAS determina que:

“2. Las ofertas voluntarias podrán sujetarse a las siguientes condiciones, siempre que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación:

(...)

d) Cualquier otra que sea considerada conforme a derecho por la Comisión Nacional del Mercado de Valores”

Se trata de autorizaciones que se requieran como consecuencia de la adquisición del control de la compañía objeto de la oferta (distintas de la de competencia y de las previstas en el mencionado art. 26.2 del RDOPAS), autorizaciones que no hayan sido solicitadas u obtenidas al autorizarse la oferta, al objeto de que el folleto informe sobre los efectos que podría tener su incumplimiento o falta de obtención, tal y como recoge el RDOPAS, Anexo, Capítulo V, letra b):

“Si como consecuencia de la adquisición o transmisión de la titularidad o el control de los valores resultantes de la oferta, el oferente requiriese alguna autorización o verificación administrativa, que se encuentra pendiente de obtención o de solicitud, se informará de esta circunstancia, de las actuaciones que pretenda o deba iniciar y de los efectos previstos para el supuesto de incumplimiento o falta de obtención del Mercado de Valores.”

5.4 El art 26 del RDOPAS, Autorizaciones exigidas por otros organismos supervisores y por las autoridades de defensa de la competencia, en su apartado segundo, párrafo primero, señala lo siguiente:

“2. Cuando la oferta pública de adquisición requiera de la autorización o no oposición de cualquier otro organismo o notificación previa de la operación a otro organismo, podrá presentarse la solicitud de autorización de la oferta sin haber solicitado ni obtenido la autorización, no oposición o simple notificación. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores no autorizará la oferta hasta que no se le acredite la obtención de la correspondiente autorización, no oposición, o simple notificación, salvo que hayan transcurrido los plazos para entender que la autorización se ha concedido por silencio administrativo.”

5.5 A criterio de la Sala la “no oposición” del Banco de España al caso de autos, cuestionada en su temporalidad en relación con la actuación de la CNMV al aprobar la OPA, no queda enmarcada en las propias a las que alude el art. 26.2 del RDOPAS, previas a la autorización por parte de la CNMV, sino que la misma ha de reconducirse en el marco general del art. 13.2 d) del RDOPAS ya que no era una autorización/no oposición requerida directamente por la oferta, venía referida a una transmisión/adquisición indirecta y a resultados de la oferta, en relación a una filial de la opada que operaba en el sector crediticio, filial que no representaba un volumen significativo en relación al volumen de negocio de la opada, y era debidamente informada en el folleto hasta el punto de figurar como condicionante tal y como hemos recogido en el punto 1.6 de la presente (el oferente condicionó en todo momento la eficacia de la OPA a la obtención de la citada no oposición).

5.6 En el Folleto de la OPA, apartado 2.5.2, se exponía que la no oposición del Banco de España para la adquisición indirecta de XFERA se trataría como una condición de la oferta conforme al art. 13.2.d) del Real Decreto 1066/2007

5.7 La autorización del Banco de España fue concedida 07/09/2020, esto es, con posterioridad a la autorización de la OPA (29/07/2020), pero antes de la conclusión el periodo de aceptación de la OPA (11/09/2020) y antes, por tanto, de la materialización de la adquisición indirecta por el oferente de la citada sociedad filial de MASMÓVIL, y se refería a la adquisición indirecta de una participación significativa de una sociedad filial de MASMOVIL, filial que actuaba en el

mercado crediticio, pero a su vez poco significativa en comparación con el conjunto del volumen de negocio de MASMOVIL.

5.8 Conforme se detalla en el informe de la DGM (DNP 28, pág. 49):

“De conformidad con el artículo 17 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito (Ley 10/2014) a la que se remite el artículo 7 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (Ley 5/2015), el oferente está obligado a notificar previamente al Banco de España para su evaluación y, en su caso, no oposición, la adquisición indirecta de una participación significativa en Xfera Consumer Finance, E.F.C., S.A. sociedad participada al 49% de manera indirecta por Masmovil (a través de su filial Xfera Móviles, S.A.U.) y al 51% por Banco Cetelem, S.A.U. que se produciría como consecuencia de la liquidación de la oferta.

Después de un proceso de pre-notificación iniciado el 3/06/2020, con fecha 21/07/2020 el oferente formalizó ante el Banco de España la notificación correspondiente (Circular 5/2010, de 28 de septiembre, del Banco de España), que da inicio a los plazos del artículo 25 del Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014.

Según consta en el folleto, el oferente confía en que el Banco de España manifestará su no oposición con anterioridad a la finalización del plazo de aceptación de la oferta. De no obtenerse antes y haber renunciado el oferente a esta condición, adquiriría una participación significativa indirecta en Xfera Consumer Finance, E.F.C., S.A. sin haber transcurrido el plazo para su evaluación por el Banco de España. Conforme al artículo 20 de la Ley 10/2014, entre otros efectos que podrían producirse, el oferente no podría ejercer los derechos políticos correspondientes a la participación del 49% de Masmovil en Xfera Consumer Finance, E.F.C., S.A., además de verse sujeta al régimen sancionador previsto en el título IV de la citada Ley 10/2014 por la comisión de una infracción muy grave.”

Vemos por tanto que ningún inconveniente se generó en el marco de la normativa de supervisión de entidades de crédito ya que la comunicación al Banco de España, comunicación anterior a la aprobación de la OPA por la CNMV, recibió una no oposición por parte del supervisor en el sector, que se produce antes de que concluya el periodo de aceptación y por tanto antes de que el oferente hubiera consolidado la adquisición indirecta de una participación significativa Xfera Consumer Finance, E.F.C., S.A y se hubiera tomado control de la misma.

6.- PERICIAL DE PARTE RECURRENTE

PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L. (PwC) en calidad de experto independiente, por encargo del oferente, emite un informe donde concluye que tanto a fecha de valoración (31/03/2020), como en la fecha del informe (24/07/2020), el valor de MASMOVIL se sitúa entre 19,92 y 24,29 €/acción. PwC valora las acciones de MASMOVIL en base a lo previsto en el artículo 137.2 TRLMV y en el artículo 10 del RDOPAS y basa su conclusión en el método del descuento de flujos de caja (DFC).

NO se discute que el método DFC utilizado era el adecuado al caso.

Ya en el informe de la DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS DEPARTAMENTO DE MERCADOS PRIMARIOS. OPAS, de 27/0/2020 se venía a señalar:

“En el caso que nos ocupa, al tratarse de una compañía en funcionamiento, rentable y en crecimiento por la que típicamente se podría pagar una prima sobre su cotización, la relevancia que debe darse al método del descuento de flujos de caja debe ser superior que en otras situaciones de opa (compañías en serias dificultades, en causa de disolución o con un deterioro evidente de sus indicadores financieros). Por otra parte, en una situación como la actual, incluso los resultados históricos (cierre 2019, primer trimestre de 2020) deberían tener menor peso que las perspectivas futuras que se puedan anticipar y que estarían incluidas principalmente en el método de DFC.

Por tanto, se estima técnicamente que en este caso el resultado del descuento de flujos de caja debe tener una mayor relevancia en la evaluación general de los distintos métodos atendiendo a las normas contenidas en el RDOPAS.

Asimismo, el precio más alto acordado por el oferente durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta, debe constituir una referencia válida.

(...)

2.9" CONTRAPRESTACIÓN DE LA OFERTA

(...)

Informe de valoración

(...)

PwC indica que el descuento de flujos de caja (DFC) es el método más adecuado a los efectos de determinar el valor de Masmovil. También considera adecuados el análisis de la cotización media histórica y el precio de transacciones recientes en el capital de Masmovil y como contraste general, los múltiplos de compañías cotizadas y de transacciones comparables. Basándose en dichos métodos, PwC concluye que, tanto a la fecha de valoración como a la fecha del informe, el valor por acción de Masmovil se sitúa entre 19,92 y 24,29 euros por acción, que es el rango que resulta de aplicar el método de DFC. Adicionalmente, PwC indica en el informe que los valores que se obtendrían de la consideración del avance en borrador de los resultados del primer semestre de 2020 estarían en línea con su conclusión de valor. El precio de la oferta, de 22,50 euros por acción, está dentro del referido rango de valoración y es superior a los restantes resultados obtenidos con otras metodologías.

(...)"

6.1 De principio llama la atención que la parte recurrente no haya propuesto como prueba el examen directo ante la Sala de PwC, para confrontarla con sus supuestos "errores", ya que dicha entidad fue la que realizó, por cuenta del oferente, el informe de valoración, informe que, en definitiva, es el que se ha pretendido desvirtuar con una pericial de parte (RHO Finanzas), y que, como ya hemos dicho, parte de dos informes documentados totalmente contradictorios en sus conclusiones y en los valores que llevan a ellas, contradicciones tan relevantes que determinaron que en proveído de 09/02/2022 se dispusiera requerir a la recurrente: "ANTE LA EVIDENTE EXISTENCIA DE DOS DICTÁMENES CON DATOS Y CONCLUSIONES DISPARES, INDIQUE A LA SALA CUÁL DE LOS DOS INFORMES PERICIALES DE PARTE, SUSCRITOS POR EL

MISMO PERITO CON IGUAL FECHA Y RESPECTO DE LA MISMA OPERACIÓN, ES EL QUE REIVINDICA A EFECTOS PROBATORIOS" requerimiento que fue atendido de la siguiente manera:

1º. Esta parte sólo aportó, junto con la demanda y como documento nº 1 anexo a la misma, el informe pericial de fecha 19 de abril de 2021, emitido por el Profesor D. PLF, cuya conclusión 1ª se fija como valor equitativo de la acción el de 35,21€.

2º. Dicho informe, obrante en los presentes autos, es plenamente válido a efectos probatorios.

3º. No tenemos constancia de que en este procedimiento se haya aportado ningún otro informe pericial.

4º. En el procedimiento ordinario nº 0002171 /2020, que se sigue ante esa misma Sala en nombre de D. OLA, consta un informe pericial, de la misma fecha y del mismo autor, en cuya conclusión 1ª se fija como valor equitativo de la acción 38,71€. En este informe existe un error en cuanto a la determinación el valor equitativo que deberá ser aclarado por el autor del propio informe en el trámite de ratificación del mismo en fase de prueba."

Subsecuentemente a este incidente procesal, se produce un cambio de la defensa del recurrente y un intento de salvar las evidentes contradicciones de dos documentados informes periciales de parte que deberían ser coincidentes, y ello mediante una ratificación pericial que viene a ratificarse, simultáneamente, en ambos dictámenes y que lleva, en conclusiones, a defender que el precio de la acción debería haber oscilado entre los 35,21 €/acción y los 38,51 €/acción (una horquilla de casi 3€), pero que "a día de hoy", el perito de parte se sentía "más cómodo" con el informe menos conservador (38,51 €/acción), lo que lleva a un margen diferencial nada despreciable si tenemos en cuenta lo que de partida suponía el precio ofrecido (22,50 €/acción) respecto de la cotización del cierre de la sesión anterior a la fecha de presentación de la OPA (18,72 €/acción), respecto a la cotización media de MASMÓVIL en el semestre anterior (17,71 €/acción) y en relación precio medio de las acciones en los doce meses anteriores (18,77 €/acción).

Ya hemos señalado en la sentencia de esta Ilma. Sala y Sección de 20/05/2022 (rec. nº 1663/2019), asunto donde había actuado exactamente el mismo perito (RHO Finanzas), <<"que el valor de cotización es, salvo razones objetivas o técnicas que permitan considerar el método inapropiado total o parcialmente, uno de los métodos de valoración más apropiados en el caso de entidades cotizadas. La metodología de la cotización media ponderada es válida y aporta una referencia de mercado del valor de las acciones (...) Y es de recordar que un informe omitiendo la toma en consideración y justificación de su respectiva relevancia de la cotización de la entidad opada no se ajusta a las exigencias del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 [...]">>>. Esto es precisamente lo que ocurre en el caso de autos en el que la pericial de parte hace abstracción, aun como método de contraste, al valor que el mercado asigna a un valor cotizado, en este caso dato más que relevante ya la cotización media histórica entre enero de 2015 hasta 30 de julio de 2020, rondó los 12,75 €/acción.

Aun cogiendo el límite inferior de la amplia horquilla manejada por la pericial de la recurrente (35,21 €/acción) vemos que se están defendiendo valores, a julio de 2020, que suponen un 55% superior al precio establecido con base al informe de PwC y más de un 275% de la cotización histórica (cinco años anteriores) y eso que la oferta suponía una prima del 20,19%

sobre la cotización del cierre de la sesión anterior a la fecha de presentación de la OPA (18,72 €/acción).

No olvidemos que, finalmente, el 99 % del capital social aceptó la oferta a 22,50 €/acción (en la propia OPA 86,41% del capital social) por lo que no parece que los minoritarios, a excepción de mínima minoría que representan las tres personas físicas que actúan como recurrentes en los recursos PO 2130/2020, PO 2170/2020 y PO 2171/2020 de esta Sala y Sección, tuvieran dudas de lo conveniente de las condiciones de la OPA lanzada y aprobada, en especial en lo que concierne al precio. De igual manera, si el precio por el que fue lanzada la OPA fuera un precio tan desajustado de la realidad como defiende la recurrente (en la hipótesis menos favorable se reclama un valor superior en 12,71 €/acción) las OPAs competidoras hubieran tenido un amplísimo margen de actuación que hubiera sido debidamente valorado, en su oportunidad y rentabilidad, por otros operadores, nacionales e internacionales, incluso jugando por encima de los 26 €/acción (cifra límite para liberación de los irrevocables) (ver punto 4.5 de la presente).

Parece que el conjunto de los accionistas, el destinatario de la operación, de manera aplastante, viene a apoyar la OPA lanzada y aprobada, ratificándola con ello en lo acertado y equitativo del precio ofrecido.

6.2 Atendiendo a las conclusiones, parece que el recurrente, en la valoración de las pruebas practicadas, en especial en lo que atañe a las periciales, se centra en el WACC (Coste Medio Ponderado de Capital) o tasa de descuento (tasa a la que se descuentan los flujos de caja futuros de una compañía para calcular su valor presente) en una relación inversamente proporcional en lo que respecta al valor de la acción (a menor tasa, mayor será el valor presente de los flujos futuros y mayor el valor de la compañía).

El WACC tiene tres componentes:

- (i) la tasa libre de riesgo, que mide la rentabilidad de los activos libres de riesgo como puedan ser los bonos soberanos;
- (ii) el coeficiente beta, que es el parámetro que mide la variabilidad del valor de las acciones en relación con el mercado; y
- (iii) la prima de riesgo de mercado ("PRM"), que mide la rentabilidad adicional que se espera recibir por mantener una cartera de riesgo en lugar de activos libres de riesgo. Refleja un umbral mínimo para que los inversores estén determinados a invertir.

En el Informe de la Dirección General de Mercados de la CNMV, anexo a la contestación a la demanda del Abogado del Estado, se recoge la siguiente comparativa

Comparativa de WACC	PwC	RHO
Tasa libre de riesgo	2,30%	1,33%
Coeficiente Beta	0,96	0,96

Prima Riesgo Mercado	7,50%	6,75%
Coste de los fondos propios	9,49%	7,81%
Diferencial medio (spread)	3,40%	3,40%
Coste bruto de la deuda	5,69%	4,73%
Tipo del Impuesto sobre Sociedades	25%	24%
Coste neto de la deuda	4,27%	3,59%
% Fondos propios	60%	60%
% Recursos ajenos	40%	40%
Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC o WACC)	7,40%	6,12%

6.2.1 PwC considera un WACC del 7,40 %. Por el contrario, la tasa de RHO Finanzas es del 6,12%.

Al particular de MASMOVIL "los analistas estiman un WACC para Masmovil del 7,7% (pre COVID-19) y del 7,8% (post COVID-19), según la tabla de PwC en la página 90 de su informe (folio 3110 del expediente), lo que implica por sí solo un mayor valor de Masmovil por parte de PwC" (informe de la DGM anexo a la contestación a la demanda del Abogado del Estado). Si atendemos a las compañías del sector, el promedio era de 7,34 %. MASMÓVIL consideraba un WACC del 7,60% para realizar los tests de deterioro de los activos generadores de flujos futuros (Cuentas Anuales Consolidadas de 2019, aportadas como Anexo 8 del Informe pericial del Profesor Monterrey). En principio, con estos datos, quién se mueve fuera de los parámetros que resultaban de las cuentas auditadas de la opada, de los analistas en relación a la opada y del promedio del sector, es la pericial de parte.

6.2.2 La tasa libre de riesgo (Rf, Risk-free rate), rentabilidad que se obtiene al invertir en un activo que se considera que es cien por cien seguro.

PwC consideró una tasa libre de riesgo de 2,30% y RHO Finanzas plantea una tasa libre de riesgo de 1,33%.

Informe de la Dirección General de Mercados de la CNMV, anexo a la contestación a la demanda del Abogado del Estado, se viene a señalar que:

"La tasa libre de riesgo del 1,33% del Informe de RHO, extraída de la rentabilidad del bono soberano español en los 5 ejercicios previos a la fecha de valoración, parece una tasa normalizada, pero en realidad no lo es. RHO promedia los ejercicios en los que los programas de compra de deuda soberana han dado lugar a una depresión artificial de las rentabilidades que ni son las que habrían existido en caso de no darse la intervención del BCE, ni son sostenibles a largo plazo, obteniendo así una tasa que ni es spot (que sería bastante más reducida en el actual entorno de tipos de interés) ni está normalizada.

Por esta razón, consideramos que la tasa libre de riesgo del 2,30% calculada por PwC es correcta, ya que obtiene un promedio sobre un conjunto de países en los que no se han desarrollado procesos de expansión cuantitativa, por lo que la tasa resultante no está contaminada por el impacto de las políticas expansivas del BCE.

(...)

“Tanto un informe publicado por el BCE en 2015 como el Informe del Brattle Group de 2016, preparado para la Comisión Europea, abogan por aplicar un ajuste positivo en la tasa libre de riesgo en caso de que haya políticas activas de QE, fijando ese ajuste en aproximadamente un punto porcentual en economías como la española o la italiana (es decir, adicionar un 1% a las rentabilidades de los bonos soberanos)”

Lo que se está diciendo, en definitiva, es que la pericial de parte no ha seguido el razonable “enfoque normalizado”, algo que sí ha hecho PwC para evitar el sesgo que resulta de las políticas monetarias consistentes en políticas coyunturales de compra de deuda soberana por los bancos centrales, en la necesidad de obtener una tasa libre de riesgo no afectada por una política monetaria coyuntural y, sí adicionamos ese 1% a la tasa libre de riesgo calculada por RHO Finanzas, obtendríamos la cifra del 2,33%, muy similar, aunque ligerísimamente superior en 0,03%, a la tenida en cuenta por PwC. Estamos por tanto ante un criterio razonable y razonado del que se aparta la pericial de parte.

6.2.3 La PRM (MRP Equity market risk premium) rendimiento extra que pide un inversionista por invertir en comparación a invertir en un activo libre de riesgo.

Por PwC, se considera una prima de riesgo de mercado del 7,5% y por RHO Finanzas se plantea una PRM del 6,75%, inferior a la de PWC, cuando por defender una tasa libre de riesgo –Rf- inferior debería ser superior la PRM.

El Profesor M, perito de LORCA, ha explicado como una menor tasa libre de riesgo –Rf- lleva aparejada una mayor prima de riesgo –PRM-, ya que, a largo plazo, la rentabilidad que los inversores esperan de los mercados de renta variable será mayor, por lo que no es lógico, como pretende el perito de parte actora, que a una menor tasa libre de riesgo deba corresponder una menor prima de riesgo de mercado, sino todo lo contrario (véase al efecto el cuadro obrante al pie de la pág. 7 del Informe de Dirección General de Mercados de la CNMV de constante cita, en la evolución de la PRM y la Rf (bono español a 10 años) calculada por Bloomberg).

Además en este punto, el informe de RHO Finanzas se apoya en un documento emitido por KPMG, fecha 31/03/2020, del que coge una frase aislada que conduce a un enfoque puntual (spot) “*We recommend a MRP of 6.75% as per 31 March 2020*”, pero desprecia otra frase remitida a un marco normalizado que redundaría en la corrección de la conclusión de PwC al afirmar que “*Si tuviésemos que aplicar las perspectivas de crecimiento actualmente derivadas de los informes de analistas, la PRM resultante para los índices individuales se encontraría en el rango de entre el 7,0% y el 7,5%*”:

“The growth outlook as applied in our MRP analysis is derived from estimations provided by analysts. These analyst reports provide an indication of the future earnings of the companies included in the indices analysed. The reports are published on a relatively frequent basis, but in the current situation reports published two months before the valuation date could already be considered outdated since they do not include the impact of COVID-19.

By investigating a sample of the analyst reports applied in our MRP analysis as at 31 March 2020 we have reason to believe that the growth outlook as included in our current analysis does not

fully reflect the impact of COVID-19. However, the stock prices of the companies are already fully affected by the global crisis. Resulting in a mismatch between two of the input parameters applied in the implied equity return calculation.

If we were to apply the growth outlooks currently derived from the analyst reports the resulting MRP for the individual indices would range between 7.0% and 7.5%.”

6.3 La recurrente en conclusiones pretende acudir a supuestos hechos posteriores como corroboradores de sus pretensiones valorativas en el mayor de los precios pretendidos.

En concreto se defiende que las cifras de ingresos y EBITDA de MASMÓVIL, acaecidas en 2020 y 2021, habrían supuestamente acreditado que las estimaciones de RHO Finanzas habrían sido conservadoras y que la aparición de una nota de prensa conjunta de las empresas ORANGE y MASMÓVIL, en fecha 08/03/2022, aparece un “*acto propio*” de MASMÓVIL, según el cual la compañía habría alcanzado a tal fecha un valor de 11,5 miles de millones de euros, lo que vendría a corroborar la tesis de valor de los títulos propuesta por RHO Finanzas.

6.3.1 No caben revisiones a retrospectiva, de tal manera que la revisión de la autorización de una OPA no puede realizarse sobre la base hechos posteriores que no existían en el momento de la fecha de valoración ni venían previsiblemente y razonablemente establecidos (S. TS 21/03/13 REC. 5418/2009, confirmando la previa de esta Sala, Secc. 6ª, de 29/06/2009 PO 2008/2007)

6.3.2 Sobre las cifras de ingresos y EBITDA de 2020, la parte actora alega que en 2020, MASMÓVIL habría obtenido unos ingresos de 1.930 millones de euros y un EBITDA de 642 millones de euros. Estas cifras las contrasta con las estimaciones de RHO, que habrían sido, respectivamente, de 1.791 millones y 536 millones.

Estas afirmaciones han sido más que contestadas de contrario en lo acertado de la estimación de PwC para 2020, en la derivada de la inclusión de LYCAMOBILE - había sido adquirida el 28/02/2020- y lo que supuso tal aportación en confirmación de las hipótesis manejadas por PwC:

“(…) para los 9 meses restantes de 2020, PwC había estimado unos ingresos de 1.362,5 millones para el caso alto (cfr. pág. 45 del Informe de PwC 27/55 y pág. 32 del Informe de RHO Finanzas). Si sumamos 445 + 1.362,5 obtenemos 1.807,50 millones de euros. Por tanto, era PwC quien había planteado una hipótesis más optimista para los ingresos de 2020 (...)

Lo que la parte actora no está diciendo es que la cifra de ingresos de 1.930 millones es la cifra que presenta MASMÓVIL en relación con sus resultados de 2020 incluyendo a LYCAMOBILE en esas cifras, puesto que LYCAMOBILE había sido adquirida el 28 de febrero de 2020. En efecto, los datos que está aportando la parte actora para 2020 pueden verse en la presentación de resultados que hizo MASMÓVIL en junio de 2021. La parte actora se cuida de citar que, de acuerdo con esa presentación de resultados: “El EBITDA en 2020 alcanzó los 642M€ (+37%), e incluyen la aportación de Lyca”.

(67) Así pues, para establecer una comparación correcta, deberíamos considerar no solo la estimación de ingresos de MASMÓVIL en el Informe de PwC, sino también la estimación de ingresos de PwC para el negocio de LYCAMOBILE, que era de 110,4 millones, según la pág. 53 del

Informe de PwC. De este modo, la estimación de MASMÓVIL + LYCAMOBILE para 2020 en el Informe de PwC era de $1.807,50 + 110,4 = 1.917,90$ millones, cantidad prácticamente coincidente con la cifra de 1.930 millones. El perito contrario no explica qué flujos de ingresos consideraba para LYCAMOBILE, por lo que no es posible rehacer el cálculo. Pero lo que queda en evidencia es que si algún valorador estimó una cifra de ingresos más favorable a efectos de una mayor valoración y más atinada (como en el resto de aspectos de su informe), ése fue PwC y no RHO Finanzas.

(68) El mismo resultado obtendríamos si considerásemos el EBITDA. En el primer trimestre de 2020, MASMÓVIL tuvo un EBITDA de 134 millones de euros (pág. 17 del Informe de PwC). RHO Finanzas estimó un EBITDA de 402 millones para los 9 meses restantes de 2020 (pág. 19 del Informe de RHO), que sumados a los 134 arrojan los 536 millones consignados en la pág. 14 del escrito de conclusiones. PwC estimó un EBITDA de 407 millones para los 9 meses restantes de 2020 (pág. 32 del Informe de RHO, pág. 45 del Informe de PwC), lo que sumados a los 134, arroja 541 millones de EBITDA. El EBITDA para 2020 de LYCAMOBILE estimado era de 41,6 millones (pág. 53 del Informe de PwC). Lo que determina un EBITDA de MASMÓVIL + LYCAMOBILE de 582,6 millones, que siendo una cifra inferior a la real sigue siendo mejor que la estimación de RHO Finanzas" Ver conclusiones de LORCA

6.3.3 Sobre las cifras de ingresos y EBITDA de 2021, tenemos una circunstancia claramente sobrevenida, la adquisición de EUSKALTEL por MASMÓVIL, junto con otras operaciones corporativas (la adquisición del control de la comercializadora de luz y gas ENERGÍA COLECTIVA, que opera bajo la marca Lucera9; y la adquisición de GRUPO AHIMÁS, operador de telecomunicaciones especializado en ofrecer servicios en municipios pequeños y medianos del Sur y el Este de España) que hace que los términos atinentes a realidad de MASMÓVIL en el momento del lanzamiento de la OPA y su aprobación, no sean comparables. Estamos ante otra realidad societaria.

6.3.4 Otro tanto se puede decir en cuanto a las negociaciones entre ORANGE y MASMÓVIL para combinar sus operaciones en España ya tratado en la ratificación de las periciales. Estamos hablando de una compañía totalmente distinta tras los dos años transcurridos, las fusiones mencionadas y las sinergias creadas (sinergias asumidas por el propio perito de la parte recurrente y que vienen a redundar en que a 08/03/2022, nota de prensa sobre el inicio de conversaciones entre ORANGE y MASMÓVIL, estamos ante una realidad societaria totalmente distinta).

6.4 En lo relativo a la aportación por la parte recurrente de documentación en conclusiones

6.4.1 Esta aportación documental es totalmente improcedente desde el punto de vista procesal (ya sea como documentos anexos o mediante la argucia procesal de incorporar el contenido de dichos documentos, en imágenes volcadas, en el texto del escrito de conclusiones) y debe rechazarse de plano (ya intentó la aportación en la ratificación de la pericial realizada en el marco del recurso PO 2171/2020 y le fue expresamente rechazada) siendo que dos de dichos documentos (Resoluciones de la CNMC de 2019 y 2021) entran claramente fuera de las previsiones del art. 56.4 de la LJCA al tratarse de documentos publicados con anterioridad a la fecha de la demanda y siendo que el tercero (nota de prensa de 08/03/2022) resulta irrelevante al caso tal y como hemos desarrollado en el punto 6.3 y sin que sea dable alterar el regular devenir procesal de la causa en sus fases ya concluidas y en el contenido que normativamente viene establecido para las mismas a socaire de notas de

prensa, artículos periodísticos, y/o artículos de opinión (ver al respecto lo ya dicho en auto de fecha 08/06/2022, desestimatorio el recurso de reposición frente al auto de prueba, en la operativa de la parte recurrente de pretender introducir una nueva pericial de parte – D. PF – después de que por la Sala se le hubiera advertido de que venía utilizando a efectos recursivos, en distintos recursos, dos informes periciales de parte, suscritos por el mismo perito, con igual fecha y respecto de la misma operación, con conclusiones claramente dispares).

6.4.2 Por otro lado las resoluciones de la CNMV aportadas no vienen sino a ratificar la corrección de PwC, en la necesidad del enfoque normalizado que evitara sesgos resultantes de políticas monetarias coyunturales, algo que no hizo el perito de parte recurrente, tal y como desarrolla el codemandado LORCA en sus conclusiones:

“(49) Pues bien, en lo que se refiere a la tasa libre de riesgo, ambas resoluciones coinciden al 100% con PwC en la necesidad de aplicar un enfoque normalizado que tenga en cuenta las políticas de quantitative easing del Banco Central Europeo e incluso calculan la misma tasa libre de riesgo que PwC para 2020:

a. En la Resolución de la CNMC de 2021 leemos lo siguiente en págs. 14, 15 y 39: “[págs. 14 y 15] La metodología actual de la CNMC establece emplear la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años como instrumento de referencia y la serie temporal histórica se limita a las cotizaciones diarias de los últimos seis meses.

Cabe señalar que la cotización del bono del Estado a 10 años se ha visto afectada a la baja por el inicio en marzo de 2015 del programa del Banco Central Europeo de compra de deuda pública. En base a ello, a partir de la Resolución del WACC de 2017 (con datos del 2016), la CNMC incorporó un ajuste al alza de un punto porcentual en el cálculo de la tasa sin riesgo. Dicho valor se decidió teniendo en cuenta, por un lado, un documento publicado por el Banco Central Europeo sobre los efectos del programa Quantitative Easing sobre los mercados financieros, en el que se afirma que el impacto para el bono a español a 10 años se situaría en hasta un 1 punto porcentual. Y, por otro lado, se consideró el estudio¹² de The Brattle Group para la Comisión Europea «Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization» (en adelante, Informe Brattle) en el que se recomienda realizar un ajuste al alza de hasta un punto porcentual sobre el parámetro Rf en caso de que haya políticas activas de QE [...] [pág. 39] En definitiva, atendiendo a que la Comunicación contempla un periodo transitorio para la adaptación entre metodologías y a las excepcionales circunstancias de 2020, cabe 22/55 aplicar el ajuste al alza del QE de 1 punto porcentual en el ejercicio 2020, al igual que ha realizado la CNMC desde el WACC 2017.

El resultado de la tasa libre de riesgo tras aplicar el ajuste QE es de 2,30%”.

Como hemos visto más arriba, 2,30% es, para 2020, la misma tasa libre de riesgo normalizada que consideró PwC en la pág. 87 de su Informe; el Informe del Brattle Group es el mismo que cita el Informe de la Dirección General de los Mercados de la CNMV acompañado con su contestación a la demanda; el argumento es el mismo que el que utiliza esta parte y desmiente la valoración del perito contrario. La parte contraria, creemos, no ha leído la documentación que aporta, puesto que, como acabamos de ver, ratifica y confirma cuanto ha alegado esta parte sobre la tasa libre de riesgo. Tampoco lo hizo su propio perito al citarla para intentar salvar sus evidentes contradicciones.

b. En la Resolución de la CNMC de 2019 leemos los mismos párrafos sobre el ajuste por quantitative easing en págs. 9 y 10. Y también vemos cómo se propone exactamente el mismo

ajuste al alza del 1% para compensar ese efecto: "Por tanto, para tener en cuenta de forma adecuada la política de QE [Quantitative Easing] seguida por el BCE [Banco Central Europeo], la DTSA [Dirección de Telecomunicaciones y del Sector Audiovisual] propone realizar, al igual que en la decisión del WACC de 2018, un ajuste al alza (1%) sobre el 1,48% inicialmente calculado, obteniendo así un valor de 2,48% para la tasa libre de riesgo ajustada".

(...)

(52) En todo caso, conviene hacer alguna referencia adicional en relación con estas Resoluciones. El objeto de esas Resoluciones es el de calcular el WACC que tienen que aplicar determinados operadores calificados como operadores con poder significativo de mercado en determinados mercados de comunicaciones electrónicas. MASMÓVIL no es ninguno de esos operadores, como resulta de revisar simplemente la parte dispositiva de las resoluciones aportadas, que se refieren a Telefónica, Vodafone, Orange y Cellnex, sino que es un operador con menor peso e influencia en el mercado. Esto ya da idea de que no estamos ante cálculos del WACC aplicables a MASMÓVIL, más allá de cuanto hemos dicho sobre la tasa libre de riesgo, dado que malamente podrán extenderse a MASMÓVIL, un operador más pequeño y con menor poder de mercado, la WACC aplicable a los principales operadores del sector. Su WACC, en su caso, tendría que ser superior.

(53) Por último, es cierto que en esas resoluciones existe un parámetro del WACC (la PRM) que difiere del calculado por PwC, como también difiere del considerado por KPMG que era el que había tenido en cuenta RHO Finanzas. Pero aquí existe una cuestión metodológica que la parte actora pasa por alto. Según indica la Resolución de la CNMC de 2021 en sus páginas 16 y 17, en esas resoluciones se está aplicando una metodología basada en series históricas y no en previsiones a futuro: "la prima de mercado puede estimarse en base a previsiones a futuro y no en base a retornos históricos" (pág. 17). Finalmente, en esa Resolución se opta por el método de rentabilidades históricas (pág. 18). Es, pues, la aplicación de ese método concreto lo que explica la PRM de esas Resoluciones. En el caso de PwC, hemos visto que su PRM está en línea con la aplicada en OPAs recientes considerando todos los parámetros involucrados y es una PRM incluso soportada por el documento de KPMG aportado de contrario. Una vez más, no hay error alguno que pueda sustentar el recurso."

6.5 En cuanto la pretendida aportación por la parte recurrente de documentación estando ya concluida la causa.

Al amparo de los arts. 56.4 LJCA y 271.2 LEC, se pretende aportar como documento relevante al caso, una sentencia del TS, Sala Civil, de 20/12/2022, REC 1913/2019, defendiendo su relevancia a lo en ella concluido (derecho del socio a obtener la cuota de liquidación en el momento de su exclusión de la sociedad, derecho a la valoración justa, equitativa e imparcial del precio de la acción, la necesidad de que el auditor imparcial determine un precio justo y equitativo de la acción) acerca de la valoración y pago de las participaciones sociales respecto de un socio excluido por acuerdo societario adoptado en junta general de socios de una no cotizada, sociedad profesional cuya junta, al acordar la exclusión del socio y fijar el importe de la cuota de liquidación que debía reembolsar, consideró como "*valor razonable*" de las participaciones de los socios excluidos el de su "*valor nominal*" prescindiendo del procedimiento establecido en los arts. 100 y ss. de la LSRL 2/1995. ("*A falta de acuerdo sobre el valor razonable de las participaciones sociales o sobre la persona o personas que hayan de valorarlas y el procedimiento a seguir para su valoración, las participaciones serán valoradas por un auditor de cuentas, distinto al de la sociedad, designado por el Registrador Mercantil del domicilio social a solicitud de la sociedad o de cualquiera de los socios titulares de las participaciones que hayan de ser valoradas*"). Ello llevó a la sentencia del TS, Sala de lo Civil, citada a afirmar que: <<" Como resulta de los

antecedentes de hecho, en el caso no ha existido un acuerdo entre los socios excluidos y la sociedad sobre la fijación del valor razonable de sus participaciones sociales, ni sobre el procedimiento para su valoración o sobre la persona que deba valorarlas, ni se ha realizado esa valoración por un auditor de cuentas designado por el registrador mercantil. Las participaciones han sido valoradas unilateralmente por la propia sociedad, a través de los acuerdos impugnados, y lo ha sido fijando como valor razonable el nominal, es decir, tomando en consideración tan solo la cifra del capital escriturado, y al margen del patrimonio social" >>).

Los supuestos de hecho y ratio decidendi de la sentencia civil son completamente ajenos al acto administrativo aquí impugnado.

Estamos ante una sentencia civil siendo que el art. art. 271.2 de la LEC se remite en su literalidad a las *"las sentencias o resoluciones judiciales o de autoridad administrativa, dictadas o notificadas en fecha no anterior al momento de formular las conclusiones, siempre que pudieran resultar condicionantes o decisivas para resolver en primera instancia o en cualquier recurso"* y siendo que dicha sentencia no se refiere, ni aun de forma indirecta, a la concreta relación jurídica que nos ocupa, de manera que hubiera de condicionarla fáctica y/o jurídicamente, por lo que no ha de considerarse como un documento sustantivo que, con apoyo en dicho precepto, pueda presentarse fuera del periodo de prueba (como fue pretendido por el recurrente).

La aportación de una sentencia sobrevenida exige, siempre, que pudiera resultar condicionante o decisiva para resolver el recurso y dicha sentencia resulta irrelevante al caso de autos en la singularidad de su objeto recursivo (acto administrativo por el que se autorizó una OPA) y de la normativa aplicable (TRLMV Real Decreto Legislativo 4/2015 y RDOPAS Real Decreto 1066/2007), y en la conclusión, ya desarrollada, que impide llegar a afirmar que el precio ofertado no era equitativo dentro de lo preceptuado por la normativa de OPAs.

Por otro lado, remitirnos a lo ya desarrollado en cuanto a que, el caso de autos, el cuestionado *"precio justo, equitativo e imparcial"* fue respaldado abrumadoramente por el mercado en su propio interés y por el regulador en su solvencia e imparcialidad, sin existencia de irregularidad alguna en el procedimiento que conduce a la aprobación de la OPA (y por extensión, ninguna que imputándose a este concreto acto pueda llevarse a cuestionar el posterior acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV, de 30/10/2020, por el que se autoriza la solicitud de exclusión de negociación).

7.- CONCLUSIÓN

De fondo, en el marco del derecho de OPAs ha de confirmarse de la concreta actuación llevada a cabo por la CNMV al caso de autos, en lo que constituye el objeto recursivo de la presente, descrito en el FJ 1 de la presente, con el añadido de las causas de inadmisibilidad también apreciadas, que llegado el momento procesal de dictar sentencia se convierten en motivos de desestimación: desviación procesal.

El recurso ha de desestimarse íntegramente.

8.- INCIDENTE DE CUANTÍA

8.1 El LAJ en DO de 11/05/2022 fija la cuantía en 2.963.577.712,50 €.

Dicha DO fue recurrida en reposición por la recurrente (presentación lexnet 18/05/2022), recurso inadmitido en proveído de 20/05/2022, por lo que corresponde resolver definitivamente la cuestión en sentencia tal y como determina el art. **40.3 de la LJCA**.

8.2 La posición mantenida al respecto por las partes en sus escritos procesales es la siguiente:

- Por la recurrente, en el "*PRIMER OTROSÍ DIGO*" de su demanda y sin mayor desarrollo al efecto, hace valer que el asunto es de cuantía indeterminada. Posteriormente en el escrito de recurso de reposición contra la DO del LAJ fijando la cuantía, recurso inadmitido por improcedente legalmente, suple lo que pudo y debió hacer en demanda, argumentando:

"(...) ninguna relación guarda la suma del importe de las compraventas realizadas entre Lorca y los accionistas una vez autorizada la OPA con el valor económico de la pretensión de mi mandante; pues, aunque se intenten relacionar ambas cuestiones (autorización y 4 compraventas) con el fin de fijar una cuantía absolutamente desorbitada, son aspectos muy distintos no necesariamente ligados. De este modo, mi mandante no está cuestionando las compraventas realizadas con posterioridad a la autorización sino la autorización misma. Cuestión distinta es que como consecuencia de la estimación de la demanda y de la consiguiente anulación de la autorización de la OPA ello pueda tener algún efecto reflejo en las compraventas realizadas al precio autorizado por aquella, pero esto es algo que desborda el objeto de la pretensión de mi mandante que se limita a la anulación de un acto administrativo y a la retroacción de actuaciones del procedimiento administrativo para que la CNMV fije el precio equitativo al que se debe autorizar la oferta pública (...) En el presente caso nos encontramos ante una pretensión consistente en la anulación de actos administrativos y en la necesaria retroacción de actuaciones del procedimiento 5 administrativo de autorización de la OPA como consecuencia de dicha anulación por lo que la valoración económica de la pretensión tendría cabida en lo dispuesto en el artículo 42.1.a) LJCA y habría de ajustarse, en su caso, a lo que dicha letra establece, esto es, al contenido económico del acto recurrido como es lógico (...) mi mandante no ha pretendido la anulación de unos contratos de compraventa ajustados al precio autorizado por la CNMV sino que lo que cuestiona es la legalidad de la autorización adoptada el 29 de julio de 2020. Así, al resultar imposible la valoración económica del acto administrativo impugnado por no tener la autorización contenido económico alguno susceptible de ser objeto de valoración, la cuantía resulta ineludiblemente de tipo indeterminado (...) la cuantía como indeterminada en relación con la impugnación de la autorización de OPAs ha sido el criterio seguido tradicionalmente por la jurisprudencia; no sólo del Tribunal Supremo sino también por esta Sala, pudiendo mencionar, entre otros, el procedimiento nº 1063/2019 finalizado por SAN de 10 de marzo de 2022. En último término y de forma subsidiaria, si se considerara que la pretensión pudiera ser objeto de valoración económica – lo que se admite únicamente a efectos dialécticos – y que, por tanto, podría resultar determinable, la cuantía del recurso distaría mucho de la fijada en la diligencia recurrida pues habría de limitarse exclusivamente al interés económico de la pretensión de mi mandante de acuerdo con el número de acciones de las que era titular. "

- Por el Abogado del Estado en la contestación a la demanda se viene a defender que la cuantía es determinable y asciende a 2.963.577.712,50 €:

"Tal como se ha expuesto en el apartado 2.2.5 de esta contestación, a los que nos remitimos para evitar reiteraciones, la demanda pretende la retroacción de actuaciones para que se fije un nuevo

precio de la operación ajustado a Derecho. La pretensión principal de la demanda, al poner en cuestión la OPA autorizada, está en definitiva cuestionando unas compraventas de acciones, las del oferente a los accionistas que vendieron, por un importe de 2.963.577.712,50 euros. Ese sería estrictamente el importe de la pretensión principal, perfectamente cuantificable y cuantificado, de la misma manera que en un litigio civil la anulación de un contrato de compraventa está constituida por el precio del contrato. Como además el demandante aporta un informe pericial de parte que propone una corrección al alza del precio del 72,04% (38,71 euros por acción), tesis que se sostiene asimismo a lo largo de la demanda, hay una pretensión adicional implícita que debe cuantificarse por tanto en 2.135.093.098,65 euros. De hecho, incluso cabría plantearse añadir este importe al anterior. En consecuencia, esta parte considera que la cuantía es la mayor de las antes señaladas, debiendo fijarse en 2.963.577.712,50 euros, de conformidad con el art. 42 LJCA. Considerar, como hace el demandante, que su pretensión es indeterminada, cuando está cuestionando las operaciones de miles de accionistas que acudieron a la OPA, es nuevamente inaceptable.”

En el posterior traslado subsecuente al recurso de reposición inadmitido se viene a decir:

“(…), la pretensión principal de la demanda, al poner en cuestión la OPA autorizada, está en definitiva cuestionando unas compraventas de acciones, las del oferente a los accionistas que vendieron, por un importe de 2.963.577.712,50 euros. Ese sería estrictamente el importe de la pretensión principal, perfectamente cuantificable y cuantificado, de la misma manera que en un litigio civil la anulación de un contrato de compraventa está constituida por el precio del contrato. Como además el demandante aporta un informe pericial de parte que propone una corrección al alza del precio, tesis que se sostiene asimismo a lo largo de la demanda, hay una pretensión adicional implícita que debe cuantificarse por tanto en 2.135.093.098,65 euros. Pretender sostener, como se hace de contrario, que la cuantía de la operación es una, pero que la cuantía de la autorización es indeterminada, no es aceptable: La autorización supone una compraventa por un valor económico, y la inexistencia de la autorización (o anulación de la misma) supone la anulación a su vez de la compraventa. En consecuencia, el hecho de que el acto sea una autorización no significa en absoluto que no tenga un valor económico, sino que el mismo viene inevitablemente determinado por el de la compraventa a la que afecta. Y la compraventa afectada es el conjunto de la OPA, no pudiéndose aceptar por ende una cuantificación basada exclusivamente en el valor de las acciones de la recurrente (...) Debe además destacarse que este criterio ya ha sido avalado por esta Sala y Sección en ocasiones anteriores, pudiéndose citar a modo de ejemplo, el Auto de 13 de mayo de 2021 dictado en el Procedimiento Ordinario 1663/2019, en el que se indicaba: “Y siendo así que en el caso litigioso la pretensión de la demanda es la anulación de determinado acuerdo de la CNMV en cuanto autorizó una OPA sobre [...]por cuestionarse mediante el presente recurso, fundamentalmente, el precio de las acciones, ha de considerarse ajustado a derecho el decreto recurrido, pues no es indeterminada la cuantía del recurso, según se prevé en citado artículo 42 de la LRJCA, al no encontrarse en ninguno de los supuestos de indeterminación de la cuantía y al haber de tener lugar el recálculo del precio de la OPA autorizada en caso de estimarse las pretensiones de la demanda, atendiendo al nuevo precio que en ejecución de sentencia autorizase la CNMV.”

- Por parte del codemandado MASMOVIL en su contestación a demanda, OTROSÍ PRIMERO DIGO, se viene a considerar que:

"La pretensión principal de la demanda es cuestionar unas compraventas de acciones, las del oferente a los accionistas que vendieron por un importe de 2.963.577.712,50 euros. Por tanto, esta parte considera que la cuantía es la indicada, siendo perfectamente cuantificable."

- Por parte del codemandado LORCA, el TERCER OTROSÍ DIGO de la contestación a la demanda, se manifestó conforme con que, a efectos puramente formales, se fije la cuantía del procedimiento en la cifra señalada por la Abogacía del Estado.

En el posterior traslado subsecuente al recurso de reposición inadmitido se argumenta:

"La pretensión ejercitada en el suplico de la demanda consiste en la anulación del Acuerdo de la CNMV de 29 de julio de 2020, por el que se autorizó la OPA de LORCA sobre MASMÓVIL IBERCOM, S.A. ("MASMÓVIL"); solicitando que se retrotraigan las actuaciones y que se proceda a determinar un nuevo precio para la OPA. Para ello se aporta un informe pericial que señala que la valoración de MASMÓVIL debió ascender a 35,21 euros/acción (...) no es correcto afirmar que una pretensión anulatoria es, por esa sola razón, de cuantía indeterminada, (...) En el caso de la autorización de una OPA, existe un valor económico subyacente al acto como es el precio de la Oferta para todos los accionistas a los que se dirigía la misma y que, en virtud de la anulación solicitada por la Recurrente, quedaría en cuestión. En la medida en que la pretensión de la demanda se refiere al recálculo del precio de la OPA, la cuantía del recurso se modera y viene determinada, no por el precio de la OPA, sino por la diferencia entre el precio de la OPA y el importe máximo del recálculo pretendido por la Recurrente (este criterio es más favorable a la Recurrente, porque, como se explicará, la única pretensión que puede ejercitar es la de nulidad del acto impugnado, y no la de recálculo) (...) En el procedimiento ordinario 1663/2019, en el cual se sostenía idéntica pretensión a la del presente procedimiento, la Ilma. Sala entendió que la cuantía del procedimiento debía ser la resultante del hipotético sobreprecio que debería pagar la oferente por el total de las acciones. El supuesto de autos es idéntico al que concurre en el caso del procedimiento ordinario nº 1663/2019, cuya parte actora también estaba conformada por accionistas minoritarios (...) El reciente criterio explicado determina la cuantía sobre el total del capital social que conformaba la oferta y no solamente por el cómputo de las acciones de los recurrentes, precisamente porque la OPA, y la eventual anulación de su autorización, afectaría a todas las acciones, y no sólo a las de la Recurrente. Del mismo modo, la petición de recálculo de la Recurrente (aunque improcedente, como se verá) no se concreta sobre un número determinado de acciones, sino que afecta al número total de acciones destinatarias de la oferta (...)"

8.3 En el suplico de la demanda la pretensión ejercitada consiste en la anulación del Acuerdo del Consejo de la CNMV de 29/07/2020, por el que se autorizó la OPA sobre MASMOVIL solicitando que se retrotraigan las actuaciones y que se proceda a determinar un nuevo precio para la totalidad de la OPA. Para ello se aporta un informe pericial que señala que la valoración de MASMOVIL debió ascender a 35,21 €/acción (ya hemos visto que en ratificación de dicha pericial se pretende un precio superior de 38,71 €/acción que es el que se viene a defender en conclusiones).

8.4 Según determina el art. 41 de la LJCA "1. La cuantía del recurso contencioso-administrativo vendrá determinada por el valor económico de la pretensión objeto del mismo." señalando el art. 42 de la LJCA que:

"1. Para fijar el valor económico de la pretensión se tendrán en cuenta las normas de la legislación procesal civil, con las especialidades siguientes:

a) Cuando el demandante solicite solamente la anulación del acto, se atenderá al contenido económico del mismo, para lo cual se tendrá en cuenta el débito principal, pero no los recargos, las costas ni cualquier otra clase de responsabilidad, salvo que cualquiera de éstos fuera de importe superior a aquél.

b) Cuando el demandante solicite, además de la anulación, el reconocimiento de una situación jurídica individualizada, o cuando solicite el cumplimiento de una obligación administrativa, la cuantía vendrá determinada:

Primero. Por el valor económico total del objeto de la reclamación, si la Administración pública hubiere denegado totalmente, en vía administrativa, las pretensiones del demandante.

Segundo. Por la diferencia de la cuantía entre el objeto de la reclamación y el del acto que motivó el recurso, si la Administración hubiera reconocido parcialmente, en vía administrativa, las pretensiones del demandante.

2. Se reputarán de cuantía indeterminada los recursos dirigidos a impugnar directamente las disposiciones generales, incluidos los instrumentos normativos de planeamiento urbanístico, los que se refieran a los funcionarios públicos cuando no versen sobre derechos o sanciones susceptibles de valoración económica, así como aquéllos en los que junto a pretensiones evaluables económicamente se acumulen otras no susceptibles de tal valoración. También se reputarán de cuantía indeterminada los recursos interpuestos contra actos, en materia de Seguridad Social, que tengan por objeto la inscripción de empresas, formalización de la protección frente a riesgos profesionales, tarificación, cobertura de la prestación de incapacidad temporal, afiliación, alta, baja y variaciones de datos de trabajadores."

8.5 Es evidente que no estamos ante ninguno de los supuestos de indeterminación de la cuantía del art. 42.2 de la LJCA y que, ya de inicio, con carácter principal, se pretende la anulación del acuerdo de aprobación de la OPA y la consiguiente reposición del procedimiento, que de prosperar, supondría, de por sí, una repercusión directa sobre las 113.819.588 acciones que acudieron a la OPA a un precio de 22,50 €/acción, y sin olvidar que se interesa, además, un recálculo al alza del precio aprobado, (38,71 €/acción) por lo que la cuantía atendiendo al pretendido recálculo no se limita a las expectativas subjetivas del recurrente en lo limitado de la repercusión directa que le pudiera suponer el recálculo dado su número de acciones (al efecto nos remitimos a lo ya dicho al respecto en el punto 2.7 y 2.8 de la presente) y la cuantía, en la pretensión anudada de reposición y recálculo, tampoco sería indeterminada (remite a una cifra líquida en cuanto a liquidable por cuanto su cálculo vendría establecido por una simple operación aritmética).

La cuantía, al particular de autos, ha de llevarse al importe máximo por el que se solicitó y se aprobó la oferta cuya anulación se pretende, que era la de 2.963.577.712,50 €, cantidad por la que hubo de prestarse por el oferente la garantía exigida por el art. 15 del RDOPAS. Este y no otro es el contenido económico de la resolución administrativa cuya anulación se pretende.

En consecuencia, la cuantía de la presente litis es de 2.963.577.712,50 €

9.- COSTAS

De conformidad con el art. 139.1 de la LJCA de 13 de julio de 1998, en la redacción posterior a la reforma operada por la Ley 37/2011 de 10 de octubre, en materia de costas rige el principio del vencimiento, de tal manera que las costas se impondrán a la parte que haya visto rechazadas todas sus pretensiones sin que sea de apreciar que el caso, en su total desestimación, presentara *serias* dudas de hecho o de derecho (lo que no viene determinado por el devenir de la concreta tramitación procesal ni por la extensión y número de los escritos presentados) y sin perjuicio de que la real entidad procesal de la causa, en la constatación del trabajo –cantidad y calidad- efectuado por las partes favorecidas por el pronunciamiento en costas, pueda tenerse en cuenta ante una eventual e hipotética impugnación en fase de tasación de costas.

Pese a la desorbitada cuantía del litigio, la Sala no considera oportuno hacer aplicación de la posibilidad que le confiere el párrafo 4 del art. 139 de la LJCA, ya que no se han hecho valer ni se ha acreditado especiales circunstancias personales/patrimoniales en la recurrente –persona física– que llevaran “a priori” a unas consecuencias excesivamente gravosas en el marco de las costas impuestas que vinieran a funcionar como limitadoras del derecho a recurrir y del derecho a la tutela judicial efectiva como derecho a obtener un pronunciamiento judicial.

FALLO

En atención a lo expuesto la Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional ha decidido:

DESESTIMAR el recurso contencioso administrativo interpuesto por la representación procesal de **Dña. MRR** contra la resolución de 29/09/2020 –resolución inmediata recurrida– desestimatoria del recurso de reposición interpuesto frente a la resolución del Consejo de la CNMV de 29/07/2020 –resolución mediata recurrida–, por la que se acuerda autorizar la Oferta Pública voluntaria de Adquisición de acciones de MASMÓVIL IBERCOM, S.A., presentada por Lorca TELECOM BIDCO, S.A.U, a que las presentes actuaciones se contraen y que se identifican en el FJ 1, y **confirmar** la resolución/es impugnada/s por su **conformidad** a Derecho.

Con imposición de costas al recurrente en los términos que resultan del último fundamento jurídico de la presente.

La cuantía de la presente litis se fija en 2.963.577.712,50 €.

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 la Magistrado Ponente en la misma, Ilma. Sra. D^{ña} ISABEL GARCÍA GARCÍA-BLANCO estando celebrando Audiencia Pública la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional; 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 Masmovil 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.