

# **SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 15 DE DICIEMBRE DE 2023**

**Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª**

**Recurso núm.:** 2130/2020

**Ponente:** Dª. Ana María Sangüesa Cabezudo

**Acto impugnado:** Resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 29 de julio de 2020.

**Fallo:** Desestimatorio

Madrid, a quince de diciembre de dos mil veintitrés.

Visto por la Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional el presente Recurso tramitado con el **número 2130/2020**, seguido a instancia de Don JCC, Procurador de los Tribunales y de **DON JAR**, que actúa bajo la dirección letrada de Don ARR, posteriormente sustituido por Don JAT, contra la Resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 29 de julio de 2020, siendo demandada la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, representada y asistida por el Sr./Sra. Abogado/a del Estado, y codemandadas LORCA TELECOM BIDCO SAU, representada por el procurador Don JBM y defendida por el letrado Don MVF, y MASMOVIL IBERCOM SL representada por la procuradora Doña LAL y defendida por los letrados Don JAB y Doña CAT.

## **ANTECEDENTES DE HECHO**

**PRIMERO.-** Con fecha 30 de noviembre de 2020 el procurador Don JCC presentó escrito en nombre y representación de Don JAR, interponiendo recurso contencioso-administrativo frente a la Resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de 29 de julio de 2020, por la que se acordó autorizar la Oferta Pública voluntaria de Adquisición de acciones de MASMOVIL IBERCOM SL, presentada por LORCA TELECOM BIDCO, SAU; así como contra la Resolución de 29 de septiembre de 2020 de la CNMV, por la que se acordó desestimar el recurso potestativo de reposición interpuesto contra dicho acto.

**SEGUNDO.-** Admitido a trámite el escrito se tuvo por interpuesto el recurso, se acordó su sustanciación de acuerdo con lo previsto en la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción contenciosa-administrativa, teniendo por personado y parte al procurador indicado, y reclamado el expediente de la Administración demandada, se dio traslado del mismo a la recurrente una vez recibido para que presentara demanda en legal forma; Evacuado el traslado conferido dentro de plazo, formuló escrito de demanda en el que tras exponer los hechos y fundamentos que estimó de aplicación, terminó suplicando que se dictara sentencia por la que se declare no conforme a derecho la resolución impugnada y *"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"*.

**TERCERO.-** Dado traslado de la demanda, la Abogacía del Estado presentó escrito en el que se opuso a la demanda en mérito a los hechos y fundamentos que estimó de aplicación al caso, y terminó suplicando que se dictara sentencia de conformidad a derecho.

Las codemandadas se opusieron a la demanda, en función de hechos y fundamentos coincidente con los anteriores, solicitando LORCA la desestimación del recurso, por considerar ajustados a derechos los acuerdos de la CNMV que eran objeto de impugnación y MASMOVIL la inadmisión del recurso por falta de legitimación del recurrente, y subsidiariamente la desestimación del recurso.

**CUARTO.-** La cuantía del recurso se fijó en 2.963.577.712,50 euros, mediante diligencia de ordenación, frente a lo que la demandante se opuso, planteando recurso de reposición que

fue desestimado, tras lo que a parte demandante interpuso recurso de revisión. La Sala acordó dar al incidente de cuantía el trámite establecido en el artículo 40.3 LJCA a fin de resolverlo en sentencia con carácter definitivo conforme impone dicha norma.

**QUINTO.-** A instancia de las partes se practicó prueba documental y pericial, con el resultado que obra en autos; ratificándose la pericia mediante la extensión de los efectos de la prueba practicada en el marco del procedimiento PO 2171/2020, de lo que se dejó debida constancia en estos autos.

**SEXTO.-** Las partes presentaron escritos de conclusiones, en los que tras exponer los fundamentos que estimaron de aplicación al caso, reiteraron los pedimentos contenidos en sus escritos de demanda y contestación. Cumplidos los trámites, quedaron los autos pendientes de 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.

## **FUNDAMENTOS DE DERECHO**

### **PRIMERO.- Delimitación del objeto del recurso contencioso-administrativo.-**

**1.-** El Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores adoptó con fecha 29 de julio de 2020 el siguiente acuerdo: *“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. Adicionalmente, la CNMV ha recibido en este caso asesoramiento externo, que ha validado en todos sus aspectos esenciales las conclusiones del informe preceptivo aportado por el oferente.”*

**2.-** No conforme con dicha resolución el recurrente, Don JAR, promovió recurso de reposición contra esta, que fue desestimado por la CNMV en el acuerdo 29 de septiembre de 2020, también impugnado.

En síntesis, la CNMV consideró que no se había producido una toma de control de Masmóvil por parte de PEP VII-A International Limited (Providence), de acuerdo con el artículo 1 y 3.2 b) del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, RDOPAS).

Tras hacer ciertas consideraciones en torno a las normas contenidas en el RDOPAS, señala en lo que se refiere al precio de la oferta, que debe recordarse que en una OPA voluntaria en la que se solicita la exclusión de la cotización bursátil 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 artículo 10.5 del RDOPAS y 137.2 LMV, tal como quedó constatado en el acto impugnado, sin que el recurrente aporte la más mínima justificación de su afirmación sobre el precio.

**SEGUNDO.- Demanda contencioso-administrativa: Discrepancia con el precio fijado en la OPA autorizada por la CNMV en el marco de las facultades de supervisión que le corresponden.**

**1.- Hechos previos que expone el demandante:**

Con fecha 16 de enero de 2020, CINVEN GROUP LIMITED (CINVEN) y KKR & Co. Inc. (KKR) suscribieron un acuerdo de colaboración para la realización de la oferta finalmente autorizada por la CNMV. Con fecha 24 de enero de 2020, KKR y CINVEN suscribieron con el entonces Consejero Delegado de MASMOVIL, D. MS, un acuerdo de confidencialidad para que MASMOVIL trasladase información privilegiada a KKR y CINVEN. La información a la que nos referimos era de índole legal, financiera, comercial y técnica. En el mismo acuerdo, se concedía a CINVEN y KKR acceso a determinadas personas del equipo directivo de MASMOVIL. En el folleto se deja constancia de esta circunstancia con la indicación de que se trataba de una *due diligence*.

El 4 de marzo de 2020, CINVEN y KKR enviaron una oferta no vinculante cuyos términos concretos se desconocen.

El 16 de marzo de 2020, se suscribió un acuerdo de conclusión de la negociación toda vez, que pocos días antes se había declarado por el Gobierno de España el Estado de Alarma como consecuencia del impacto del Covid 19.

El 20 de abril de 2020, CINVEN y KKR manifestaron su voluntad de retomar las negociaciones. Al día siguiente, el 21 de abril de 2020, el equipo directivo de MASMOVIL mostró su conformidad con la reanudación de las negociaciones y permitió a CINVEN y KKR acceder a lo que en el folleto se denomina "determinada información" de la que no se facilita ningún detalle en dicho documento.

El 22 de mayo de 2020, CINVEN y KKR enviaron al Consejo de Administración de MASMOVIL, una segunda oferta no vinculante, manifestando, además, su potencial interés en formular la oferta definitiva, condicionada a la terminación del proceso de *due diligence* que se encontraba aún pendiente. El 27 de mayo de 2020, CINVEN y KKR firmaron con el Consejo de Administración de MASMOVIL un acuerdo de exclusividad en relación con la Oferta. El 30 de mayo de 2020, CINVEN y KKR, tras negociaciones confidenciales con determinados accionistas de referencia de la compañía, que se desarrollaron durante meses, suscribieron un acuerdo que sustituía el suscrito el 16 de enero de 2020 y en virtud del cual se incluye a PROVIDENCE EQUITY PARTNERS (PROVIDENCE) en la operación.

Posteriormente, se presentó una carta dirigida al Consejo de Administración de MASMOVIL mediante la que se confirmaba la finalización del proceso de *due diligence* y se manifestaba la voluntad de presentar una oferta, una vez se hubiese asegurado la financiación y obtenido compromisos irrevocables de accionistas por un importe próximo al 30% del capital social de MASMOVIL y suscrito un acuerdo con esta última. Además, se informa de que, durante el mes de mayo de 2020, CINVEN y KKR habían mantenido contactos preliminares con diversos accionistas significativos de la Compañía (ONCHENA, KEY WOLF, INVEREADY y ESTIRIAC). Estos contactos culminaron con la suscripción de diversos acuerdos de compromisos irrevocables de aceptación de la Oferta y de inversión en la sociedad que se formaría tras la culminación de la operación (Estiriac no suscribió acuerdo de compromisos de inversión en la sociedad resultante). Adicionalmente, Providence confirma la aceptación de los términos de la Oferta.

El 1 de junio de 2020, MASMOVIL y LORCA (constituida ésta última como vehículo inversor por KKR, CINVEN y PROVIDENCE) suscribieron un contrato en el que se especifican los términos de la Oferta. Estos términos habían sido aprobados por el Consejo de Administración de MASMOVIL el 31 de mayo de 2020, sin la presencia del consejero dominical de PROVIDENCE.

En el folleto que consta en el expediente administrativo se admite que durante el proceso de *due diligence*, CINVEN y KKR tuvieron acceso a información privilegiada relacionada con determinados proyectos en curso (en concreto, los denominados Proyecto Duero, Uclés y Monterrei II). El mercado no conocía la existencia de estos proyectos, si bien, PROVIDENCE, al formar parte del Consejo de Administración, conocía necesariamente todos los datos confidenciales de estos proyectos. Para justificar que el precio de compra ofertado, 22,50€ por acción, se ajustaba al concepto de "precio equitativo", LORCA contrató los servicios de PRICE WATERHOUSE COOPERS ASESORES DE NEGOCIOS SL (PWC).

El 30 de octubre de 2020, la CNMV adoptó la decisión de suspender la cotización de las acciones de MASMOVIL a partir del 3 de noviembre de 2020. Esta decisión se adoptó a instancias de LORCA. La decisión de excluir a MASMOVIL del mercado bursátil estaba justificada, según se informó mediante Hecho Relevante, en la necesidad de permitir a la compañía implementar el plan de negocio con visión a largo plazo y sin la presión de las fluctuaciones en el mercado. (Es relevante poner de manifiesto que el Consejo de Administración de MASMOVIL cuestionó la decisión de los fondos de suspender la cotización de MASMOVIL en bolsa).

**2.-** Las discrepancias acerca del precio de la oferta que mantiene la parte demandante, con fundamento en el Informe pericial de RHO FINANZAS SL, se centran en varios puntos: la existencia de un conjunto de accionista (denominados accionistas "reinvertores" en la sociedad oferente) que habrían obtenido un trato diferente respecto a la mayoría de los accionistas de la compañía, que resultaron perjudicados como consecuencia de ello; en segundo lugar, la falta de consideración por parte de la CNMV del acceso por parte de ciertos consejeros y miembros del equipo directivo de MASMOVIL a información privilegiada, junto a la compra los días 17 y 20 de mayo de 2020 de acciones de la compañía con claro abuso de mercado (uso de información privilegiada), lo que se aleja de las buenas prácticas de un gobierno corporativo.

El asesor financiero de MASMOVIL era, en el momento de acordarse la compensación, THE NIMO'S HOLDING, sociedad administrada por JET, vicepresidente de MÁSMÓVIL, que tenía una participación del 2% en la sociedad, a través de INVEREADY.

A su vez, el artículo 42.4 del RD 1066/2007 permite al primer oferente pactar con la sociedad afectada el cobro 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, lo cierto es que en este caso se pactó una compensación al oferente que alcanzaba los 22 millones de euros, que resulta absolutamente excepcional.

La resolución autorizadora que se impugna se dictó con fecha 29 de julio de 2020, mientras que la autorización del Banco de España, no se comunicó a la CNMV por LORCA hasta el 7 de septiembre de 2020. Se adjunta como documento nº 3, copia de la referida comunicación. Es decir, la autorización de la CNMV se produjo con anterioridad al pronunciamiento del otro Regulador que tenía que autorizar la operación. El pronunciamiento del Banco de España era preceptivo por cuanto la operación implicaba la adquisición indirecta de capital y de derechos de voto de XFERA CONSUMER FINANCE SA EFC.

La CNMV encargó la valoración de MASMOVIL a una empresa especializada y, teóricamente, independiente, BDO Auditores SLP; Sin embargo, BDO Auditores no puede ser considerada como una empresa independiente, porque ha sido auditora de la entidad THE NIMO'S HOLDING, AGILE CONTENT SA, ATRYS HEALTH SA, PARLEM TELECOM COMPANYIA DE TELECOMUNICACIONES SA, todas controladas por INVEREADY TECHNOLOGY INVESTMENT, socia de MASMOVIL, con representante legal vicepresidente segundo del consejo de administración D. JET. A su vez, también había sido contratada por las filiales de MASMOVIL, Kaiko y Euskaltel.

Entiende que la CNMV ha obviado las facultades de supervisión que le corresponden, autorizando la oferta, para corregir el precio de la oferta con el fin de conseguir un precio equitativo (artículo 9 RD 1066/2007, artículo 10 y artículo 11) en beneficio de todos los accionistas de la compañía.

**3.-** En definitiva, el acuerdo impugnado no resulta adecuado a derecho, por la existencia de un conflicto de intereses en los miembros del Consejo de Administración, que invalida el procedimiento de valoración impidiendo a quien lo realizó obtener un valor propuesto correcto, idóneo y objetivo de la sociedad opada. Es decir, el conflicto de intereses invalida el acuerdo impugnado, por esa falta de objetividad, por la pérdida de la protección del accionista minoritario - que es lo que ha de concurrir porque es lo que justifica la obligatoriedad de la OPA-, viciando la actuación de quien lo sufre.

El precio, dice la demandante, incluso válido e idóneo, no sana la existencia de conflicto de intereses, pero además, cuando el conflicto se acredita como en este caso, la existencia de precios superiores a la oferta el conflicto se vuelve en perjuicios de los minoritarios, que debieron ser protegidos por la CNMV.

El precio queda viciado y debió ser rechazado por la CNMV, debido a la existencia de un conflicto de intereses invalidante, de acuerdo con la Jurisprudencia. Existía conflicto, derivado de:

- La severa afectación de las ofertas competidoras, debido a los compromisos irrevocables con el oferente que prevén la posibilidad de que el oferente iguale cualquier oferta competidora (Carta de Polygon Global Partners LLP), lo que determina desincentivar las

ofertas competidoras. A determinados accionistas (que conocían información privilegiada) miembros del Consejo de Administración de MASMOVIL se les ofrece reinvertir en el oferente y beneficiarse de la evolución futura de MASMOVIL (Proyectos Duero, Uclés y Monterrei II).

- Existía una compensación pactada con el oferente por MASMOVIL, para el caso en que la oferta competidora tuviera éxito; o para el caso en que la OPA fracasara por incumplimiento de alguna de las condiciones a las que estaba sujeta.

- La propia conducta del Consejo de Administración, existiendo conflicto de intereses, debido a los compromisos alcanzados con los accionistas significativos; y debido a las operaciones sobre acciones de MASMOVIL realizadas entre marzo y abril de 2020 por consejeros y miembros del equipo de dirección de MASMOVIL, en circunstancias muy especiales (Anexo 10 del folleto).

El 4 de marzo determinados accionistas del oferente realizaron oferta no vinculante; tras lo que el 16 de marzo de 2020, suscribieron un acuerdo de terminación dando por concluidas las negociaciones, debido al impacto de la crisis del COVID 19; y el 20 de abril retoman los trabajos realizados.

A juicio del demandante la CNMV actuó con dejación de sus funciones de regulador, cuando debió rechazar el precio de la OPA; y además cometió otros incumplimientos.

**4.-** Los acuerdos irrevocables con accionistas que representaban el 29,56% del capital social, no constituye una cifra casual, ya que de haberse alcanzado el 30% el oferente quedaría obligado a formular una OPA obligatoria por la totalidad de los valores, al alcanzar una participación de control, conforme al artículo 4 del RD 1066/2007. La composición del accionariado y los compromisos adquiridos evidencia que se trataba no de una OPA voluntaria (artículo 137.2 TRLMV; artículos 9 y 10 RD 1066/2007) sino de una OPA obligatoria, teniendo en consideración los apoyos concertados de los oferentes y de los miembros del Consejo de Administración interesados en la OPA mediante compromisos irrevocables (total 30,54%) que alcanzaban un 30,54%. Siendo así, la CNMV debió analizar con mayor cautela los apoyos explícitos e implícitos para requerir mayor información pues pese a la apariencia formal, se está en presencia de una OPA obligatoria.

#### **5.- Precio equitativo.**

Si bien es cierto que las OPAs voluntarias no exigen un precio equitativo (artículo 13.5 RD 1066/2007), el 137 TRLMV exige aportar un informe de experto independiente sobre los métodos de valoración aplicados para determinar el precio ofrecido, en caso de acontecimientos excepcionales, como es la pandemia por el Covid-19. No puede en tales condiciones considerarse precio equitativo, el precio más alto pagado o acordado por la sociedad oferente para la adquisición en este caso.

Por lo tanto, era necesario ofrecer un precio equitativo, tanto porque estábamos ante una OPA obligatoria como por la situación generada por la pandemia. Por lo que la actuación de la CNMV ha sido claramente insuficiente, conforme a la Jurisprudencia del TS (STS 1582/2020 de 23 de noviembre de 2020).

**6.-** Por último, la CNMV autorizó la OPA mediante resolución de 29 de julio de 2020, pese a no haber conocido la no oposición del Banco de España a la operación hasta el 7 de septiembre de 2020, prescindiendo por tanto del procedimiento, que requería según el artículo 26.2 RD 1066/2007 la previa autorización, no oposición o simple notificación del

Banco de España, ya que la operación estaban condicionada en relación con la adquisición indirecta de XFERA CONSUMER FINANCE S.A. E.F.C. que resultaría eventualmente de la liquidación de la oferta.

### **TERCERO.- Contestación Abogacía del Estado.-**

**1.-** La Abogacía del Estado niega los hechos expuestos, señalando que se remite al informe de la Dirección General de Mercados que sirve de soporte al acuerdo de la CNMV de 27 de julio de 2020, (DNP 28, folios 7.712-7.762), si bien aclara que:

- MASMOVIL y el oferente no han incumplido la normativa de abuso de mercado, por informar con posterioridad al mercado de los denominados proyecto Duero, Uclés u Monterrei II).

- No se ha promovido ningún expediente o sanción por abuso de mercado. De hecho, informó a la CNMV de esos proyectos antes de la aceptación de la oferta, mediante comunicación de hechos relevantes de 12 y 22 de junio de 2020 (doc. 3-5), siendo así que el plazo de aceptación comenzó el 31 de julio de 2020.

- La decisión de suspender la negociación en Bolsa, obedece a un criterio técnico, siendo habitual en la tramitación de las OPAs, y corresponde a la CNMV (no a los fondos, como se dice en la demanda). Tal y como se desprende del Informe del Consejo de Administración, publicado de conformidad con el artículo 24 del RDOPAS con ocasión de la formulación de la OPA, en el que el consejo de MASMOVIL debe pronunciarse sobre la oferta, el Consejo de Administración no se opone a la intención del oferente de excluir las acciones de negociación en Bolsa (DP06, apartado 8.4).

- Niega que se reservaran determinadas ventajas a determinados accionistas reinversores, puesto que se pasa por alto que el oferente también se endeudaba por medio de su filial LORCA FINCO PLC, constituida para financiar la OPA.

No es cierto que tales accionistas con compromisos irrevocables percibieran un precio superior, ni que recibieran una compensación (Lo que los compromisos irrevocables prevén es que, en caso de que se formularan determinadas OPAs competidoras y, aun así, LORCA ejerciera su derecho de adquisición de las acciones de los Accionistas Vendedores, LORCA deberá compensarles a estos, por la diferencia de precio entre ambas OPAs, siempre que LORCA venda las acciones al oferente competidor en el citado plazo de seis meses).

Estos Accionistas Vendedores, asumen como obligación y para facilitar la formulación de la OPA la financiación para el oferente, en global, que es menor porque esa cantidad es reinvertida en el vehículo; y en segundo lugar, y aunque parece obvio, cualquier accionista minoritario puede rechazar la OPA si desea mantener su inversión en MASMÓVIL, garantizándose igual ventaja que la que es aludida como compensación adicional por la demanda.

- Sobre el informe pericial emitido por RHO FINANZAS SL por cuenta del demandante, aborda cuestiones de carácter técnico-económico y aspectos de carácter jurídico, pero concluye con valores diferentes respecto de otros recursos en los que se aporta un informe semejante: en el RCA 2171/2020 RHO concluye con un valor de 38,71 euros por acción de MASMOVIL y en el informe correspondiente a la demanda del RCA 2170/2020 y 2130/2020

de 35,21 euros por acción. Diferencias que no están explicadas ni justificadas, revelando falta de imparcialidad, y deja a la demandada en situación de indefensión.

- La comisión en concepto de gastos de preparación de la oferta cumple con los requisitos del artículo 42.5 RDOPAS y fue aprobada por unanimidad con el Consejo de Administración de MASMÓVIL con el informe favorable de asesor financiero de la OPA; y la abstención del consejero dominical del accionista PROVIDENCE, en atención a que formaba parte del consorcio integrado en el oferente LORCA, de modo que la abstención que se reclama de los otros consejeros habría sido irrelevante.

- La citada comisión nunca se llegó a abonar, dado que su objeto era indemnizar al oferente en caso de fracaso de la OPA, por los gastos para la preparación de esta.

**2.-** La CNMV sostiene en su contestación a la demanda que, al contrario de lo que mantiene la demandante invocando normas propias de las OPAs obligatorias, en una OPA voluntaria (artículo 13 DDOPAS) que prevé la posterior exclusión de la negociación conforme al artículo 11.d) RDOPAS -como la que es objeto de examen-, en modo alguno podía la CNMV imponer ni corregir el precio de la oferta, incluso en el supuesto de que el precio ofrecido no fuera equitativo o no cumpliera los requisitos fijados en el artículo 137.2 del TRLMV o en el artículo 11 d) del RD OPA, que se remite a los artículos 10.5 y 10.6 del RDOPA; en tal caso, la CNMV deberá valorar en cada caso si procede denegar la autorización de la oferta con arreglo al artículo 21 del RDOPA, o autorizarla introduciendo una advertencia con arreglo al artículo 18 del RDOPAS (Caso Deoleo – doc.8), pero está fuera de discusión que pueda acordar la elevación del precio ofrecido porque esa actuación carecería del menor respaldo legal, al no resultar aplicable el artículo 9.4 del RDOPA a la OPA voluntaria.

**3.-** En lo referente a los eventuales conflictos de intereses de los consejeros y administradores, señala que el Consejo de Administración no emite ningún informe sobre el precio de la OPA voluntaria, sino que se emite por un experto independiente, PWC, de modo que el conflicto de intereses invocado no puede servir de fundamento para impugnar la OPA; El Consejo de Administración emite únicamente el informe del artículo 24 RDOPAS con posterioridad a la autorización de la OPA, y no es un informe justificativo del precio ofrecido, sino que debe expresar 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 aquélla, 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 los valores afectados.

Destaca que la OPA fue precedida de meses de conversaciones ente los fondos oferentes y MASMOVIL, y son descritas con amplitud en el informe sobre la OPA a que se refiere el artículo 24 RDOPAS, siendo acuerdos lícitos y habituales.

No existe ninguna norma que prohíba restringir o limitar las ofertas competidoras a través de los acuerdos entre el oferente y algunos accionistas. Y en este contexto ha de entenderse el principio de igualdad de información entre competidores (artículo 24 RDOPAS).

La normativa autoriza la existencia de pactos irrevocables, como sucede en otros ordenamientos jurídicos, con la única limitación de que se garantice una misma contraprestación al precio OPA al resto de los accionistas que a los que suscribieron el "irrevocable", conforme al artículo 14.1 RDOPAS, tal y como hizo la OPA impugnada

garantizando al resto de los accionistas el precio de 22,50 euros acción de la misma forma que a los que suscribieron el "irrevocable".

**4.-** Por lo que respecta al supuesto abuso de mercado, por conocer o compartir información no publica para el mercado con el oferente, el hecho de conocer determinada información referente a los proyectos Duero, Uclés y Monterrei II no comporta la utilización prohibida de información de tal clase, conforme a lo dispuesto en el Reglamento UE 596/2014 de 16 de abril, sobre abuso de mercado (RAM). Lo relevante, a juicio de la demandada, es que fueron comunicados al mercado antes de la aceptación de la oferta.

El demandante omite cualquier análisis jurídico de su grave imputación, y olvida que el Reglamento (UE) 596/2014, de 16 de abril, sobre abuso del mercado (RAM), es muy claro en el inciso final del Considerando (30): *"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 artículo 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."*

En el caso de MASMOVIL esta información se comunicó, no solo durante el plazo de aceptación como exige el artículo 9.4 RAM, sino un mes antes de la aceptación de la oferta, los días 12 y 22 de junio, más de un mes antes de comenzar el plazo de aceptación (31 de julio), pudiendo conocer esa información antes de la aceptación.

**5.-** Sobre la comisión de gastos de preparación de la oferta, la demanda omite datos y describe parcial y erróneamente la misma. En efecto, tal como consta la pág. 20 del informe de la DGM, -DNP 28 así como en el DP 4, folio 1932 y ss. que recoge el acuerdo-, lo que pactó MASMOVIL con los oferentes fue una única compensación de 22.600.000 euros en

dos supuestos distintos, sometidos cada uno a condiciones cumulativas y siendo en todo caso incompatible obtener comisión por los dos supuestos. En ambos se compensa al oferente por los daños y costes incurridos en la preparación de la OPA (caso de ofertas competidoras en las que no se liquide la oferta de Lorca; o caso de aprobación por MASMOVIL de alguna de las operaciones del artículo 160.f) LSC y se debe en determinadas condiciones, con el resultado de falta de liquidación de la oferta – folio 23 y 24 demanda-.

El artículo 24 RDOPAS admite estos acuerdos, siempre que se cumplan determinadas condiciones, a saber, *"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."*

La comisión cumple con estas condiciones, y se aprobó por el Consejo de Administración el 31 de mayo de 2020, con el informe de su asesor financiero, Goldman Sachs, por 22,6 millones de euros; y subraya que este tipo de acuerdos resultan habituales en las OPAs amistosas, con el fin de compensar al oferente por los gastos de la OPA, incentivando que se formule con la garantía de abono exigida en el artículo 15 RDOPAS (y en un plano más secundario se consigue la dispensa del deber de pasividad establecido en el artículo 28 RDOPAS, durante la tramitación del procedimiento).

Este tipo de OPAs se acomoda a las disposiciones legales (artículo 42.4 RDOPAS), y en tanto que aparecen encuadradas en el seno de relaciones jurídico-privadas se sujetan al principio de autonomía de la voluntad (artículo 1255 CC), que únicamente puede limitarse en el estricto margen previsto en la normativa (vinculación positiva de la Administración). Ni la LMV ni el RDOPAS prohíben al Consejo de Administración la aprobación de una comisión en los términos vistos.

**6.-** En cuanto a los conflictos de interés de los miembros del Consejo de Administración debido a la suscripción de compromisos irrevocables con el oferente (KEY WOLF, INVERREADY, ONCHENA).

Desde la perspectiva de los artículos 227-229 de la LSC no existe tal conflicto, especialmente porque el precio que los accionistas recibían era el mismo.

Adicionalmente, de existir, el conflicto potencial sería irrelevante, porque incluso la invalidez de los votos de esos tres consejeros con compromiso irrevocable (los consejeros dominicales de KeyWolf, Onchena e Inverready), no habría sido determinante para la aprobación del acuerdo, puesto que el Consejo votó a favor de manera unánime, lo que de acuerdo con el 204.3.d) LSC haría el acto inimpugnabile por esta razón. En suma, se trataría de una cuestión societaria entre accionistas y su Consejo lo que los demandantes plantean en sede contencioso-administrativa, con notorio desconocimiento del ámbito material de la jurisdicción a la que se dirigen, y ello a pesar, incluso, de que tal acuerdo ni siquiera sería impugnabile en sede mercantil.

Desde la perspectiva del derecho administrativo de OPAs el conflicto es más irrelevante todavía porque incluso para la emisión del informe preceptivo del artículo 24 RDOPAS está expresamente admitido que los consejeros con conflicto de interés puedan participar en el informe, debiendo *"hacerlo constar y explicar la naturaleza del conflicto"*. De manera específica, el propio artículo 24.1 RDOPAs se refiere a los compromisos irrevocables *"los acuerdos entre el oferente, socios o administradores de sociedad oferente y afectada"* obligando a manifestarlos. Las dos obligaciones se cumplieron en este caso, tal como consta en el DP 6. Evidentemente si para ese informe que la Ley impone en el ámbito de OPAs cabe la participación del consejero con conflicto de interés, con más razón todavía cabe que esos mismos consejeros lo hagan en el acuerdo previo con el oferente relativo a la oferta (que el propio RDOPAS y la Circular 8/2008 también prevén).

**7.-** Compensaciones adicionales: derecho a reinvertir el precio de la venta de las acciones de la OPA en la entidad oferente, infringiendo la igualdad de trato.

La demanda reprocha que los accionistas que suscribieron compromisos irrevocables, recibieron una compensación adicional, consistente en el derecho a reinvertir el precio de venta de sus acciones en la OPA en la oferente, con vulneración del principio de igualdad.

El informe de la DGM (DNP 28) describe la reinversión en 2.2.2. "acuerdos de aceptación de la OPA y reinversión", (pág.14). La reinversión aludida no es un derecho sino una obligación con el fin de que ONCHENA, KEY WOPLF e INVERREADY, titulares de un 11,30% de MASMOVIL (página 15 DNP 28), cuyo objeto es facilitar la financiación global de la OPA. La realidad omitida en la demanda y en la pericia es que con ese compromiso obtienen 22,50 euros, por la venta en la OPA, como el resto de los accionistas, y se obligan además, una vez liquidada la OPA a invertir a ese mismo precio en LORCA.

Lo cierto es que estos accionistas no se encuentran, por ello, en iguales condiciones que el resto de los accionistas: suscriben compromiso irrevocable de venta en la OPA durante los cinco primeros días el plazo de aceptación, que no tienen el resto; la situación es más favorable ya que pueden acudir a la OPA o no, vender tras la liquidación en la orden de compra sostenida por el oferente al mismo precio (6 meses), tal como impone el artículo 11.d) RDOAS, o incluso pueden vender al margen de la OPA en Bolsa, cosa que no tenían los accionistas con compromisos irrevocables.

Además, solo estos accionistas están obligados a reinvertir el precio en la OPA, 22,50 euros/acción; Por lo tanto, no hay infracción del principio de igualdad.

De hecho, estos compromisos irrevocables están previstos de acuerdo con el principio de libertad de pactos, debiendo incluirse en la solicitud de autorización de la OPA, de acuerdo con la Circular 8/2008 de 10 de diciembre de la CNMV, y en el folleto (Anexo RDOPAS CAP I "Acuerdos sobre oferta y la sociedad afectada).

El artículo 8.f) RDOPAS se refiere expresamente a este tipo de acuerdos para excluirlos del cómputo que habilita una concreta exención de OPA (artículo 8 supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control. ....f) *Cuando el control se haya alcanzado tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, si se da alguna de las siguientes circunstancias: 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; o Circular 8/2008 de 10 de diciembre Anexo I Modelo de anuncio de oferta pública de adquisición de valores previo a la solicitud de autorización. 2-11 Acuerdos relativos a la oferta.-Fecha, partes intervinientes y breve descripción de los términos esenciales de los acuerdos alcanzados con accionistas de la sociedad afectada, con su consejo de administración o con alguno de sus miembros. Si no existiera ningún acuerdo se indicará expresamente).*

La OPA estableció una contraprestación igual para todos los accionistas, de 22,50 euros/acción.

Adicionalmente la CNMV comprobó que la reinversión obligatoria en acciones fuese financieramente equivalente al precio y se comprobó que la reinversión era por la misma proporción de sus acciones y al mismo precio (DNP 28, pág. 6), e incluso la CNMV impuso que las ventas en la OPA de los accionistas con compromisos irrevocables no se computasen a efectos del umbral de venta forzosa del artículo 47 RDOPAS (condiciones de las compras

forzosas), aplicando el criterio interno establecido desde 24 de julio de 2019, ajustando el cómputo de la venta forzosa, descontando el porcentaje de acciones que reinvierten, de modo que no cabe la venta forzosa. La CNM adoptó cautelas mayores que las que impone el artículo 14.1 RDOPAS.

**8.-** En cuanto al carácter obligatorio de la Oferta, que habría impuesto la tramitación de las OPAs obligatorias, destaca el cambio de régimen jurídico desde la transposición de la Directiva 2004/251, que pasó de una OPA *a priori* a un régimen de OPA *a posteriori*, de modo que en este caso los accionistas vendedores se comprometen a aceptar la OPA con sus valores, y solo entonces, con la liquidación de la OPA, tendrá lugar una participación de control del oferente; de ahí que en el momento de la oferta solo existen compromisos irrevocables con algunos accionistas, por lo que la OPA debe reputarse voluntaria.

### **9.- Pericial económica de la demanda (Pág.33).**

La verificación realizada por la CNMV goza de presunción de legalidad y acierto, de suerte que autorizada la OPA si se discute el precio autorizado conforme a lo establecido en los artículos 137.2 LMV y 10.5 RDOPAS el recurrente debe acreditar que es manifiestamente desfavorable y contrario a estos preceptos. La demanda se apoya en el informe pericial de RHO (doc.1 de la demanda), frente al que se aporta el de la DGM (doc. 1 contestación), en el que se destacan graves errores en la pericial de parte.

Pone de relieve que dicho informe pericial es coincidente con el aportado en el PO 2171/2020 (a instancia de D. OLA) si bien el informe pericial de RHO concluye en valores diferentes (38,71 euros por acción en el caso del PO 2171/2020 y 32,21 euros por acción en el caso de este PO 2130/2020).

Sin perjuicio de remitirse en este punto al informe de la DGM de la CNMV en el que analiza los errores en los que incurrió el informe pericial de RHO al valorar las acciones y las contradicciones en las que incurren los peritos en los dos informes de igual fecha, remarca los errores en las proyecciones de ventas y EBITDA del DFC, la variación del circulante, el CAPEX y las amortizaciones, las proyecciones de Lycamobile, la determinación de los componentes de la tasa de descuento del informe de RHO, así como el hecho de que RHO cuantifica algunos parámetros sin detalles que los justifiquen y no realiza ningún análisis de contraste de sus conclusiones.

Además, RHO no aplica los artículos 10 RDOPAS ni el artículo 137.2 LMV.

Por el contrario, la CNMV sí ha tenido en cuenta tales normas, analizando la valoración aportada por el oferente, aplicando los métodos del RD 1066/2007, concluyendo el rango de valor de la oferta. Adicionalmente contrató y adjudicó a BDO el asesoramiento externo, (explicado en el informe de la DGM –pág. 7-8, folios 7718 y 7719) para reforzar el examen del informe de valoración de PwC llevado a cabo por los servicios técnicos de la CNMV, con objeto de verificar la validez y corrección técnica del informe de valoración aportado por el oferente, concluyendo que PwC tuvo suficiente información para emitir un juicio de valor y que su análisis se hizo correctamente.

A su vez, no se aprecia en el informe de RHO ningún elemento que permita cuestionar el cumplimiento de la normativa aplicable en materia de precios (artículo 130 y 137 TRLMV y 9 y 10 RD 1066/2007).

### **10.- Por último, llama la atención acerca de los siguientes datos objetivos:**

- las medidas adoptadas por el Consejo de MASMÓVIL para valorar la OPA y posibles alternativas mediante la búsqueda de otras ofertas. En efecto, tal como consta en el informe de dicho Consejo emitido conforme al artículo 24 RDOPAS (DP 6), MASMÓVIL creó una Comisión de Seguimiento de la OPA (pág. 18 DP 6), formada en su integridad por consejeros distintos de los dominicales cuyos accionistas habían suscrito compromisos irrevocables y con una mayoría de consejeros independientes. Asimismo, contrató el asesoramiento legal del despacho Clifford Chance y el financiero de Goldman Sachs, que se reunieron hasta en 7 ocasiones con esa Comisión, así como regularmente con el Consejo de MASMÓVIL. Sin embargo, no existió ninguna respuesta de entidades con interés en promover otras ofertas.

- Se omite en la demanda que la OPA fue informada favorablemente por 10 de los 11 consejeros de MASMOVIL.

- Y que la OPA fue aceptada por el 86,41% de las acciones a las que se dirigía. Es decir, la mayor parte de los accionistas no consideraron que el precio ofrecido fuera tan bajo como sostiene la demandante. Todos los consejeros y accionistas significativos acudieron a la OPA (Informe DGM, DNP28).

Como resumen, la pericial de parte y su precio de 38,71 euros por acción, además de apoyarse en aspectos jurídicos erróneos, teóricamente no cubiertos por la misma, determinan su inaptitud. Además de adolecer de gravísimos errores de naturaleza económica que la descartan por completo, choca con la realidad objetiva de que el precio de la OPA, de 22,50 euros por acción, no suscitó ninguna oferta competidora o estrategia de inversión alternativa y fue apoyado masivamente por todos los gestores de la compañía, así como sus accionistas, incluidos grandes inversores profesionales de nivel global, sin que ninguno haya planteado ni remotamente las cuestiones que suscita la demanda.

### **11.- Sobre la autorización del Banco de España (artículo 26 RDOPAS).**

Finalmente, la demanda plantea que el acto impugnado incumple el artículo 26.2 del RDOPA, en lo relativo a una no oposición del Banco de España de la adquisición indirecta de capital y de derechos de voto de la entidad XFERA CONSUMER FINANCE SA EFC, filial de MASMÓVIL. Tal autorización (en rigor, no oposición) fue concedida, con fecha 7 de septiembre de 2020, esto es, con posterioridad a la autorización de la OPA (29 de julio de 2020), pero antes de la conclusión el periodo de aceptación de la OPA y antes, por tanto, de la materialización de la adquisición indirecta por el oferente de la citada sociedad filial de MASMÓVIL.

Sin embargo, tal autorización no está incardinada en el marco del artículo 26, con arreglo a los criterios hechos públicos por la CNMV, antes de la formulación de la OPA (doc.10). Se trata de autorizaciones requeridas por la oferta, excluyéndose autorizaciones relativas a la transmisión indirecta, a resultas de la oferta, de activos determinados de las sociedades filiales, cuya importancia no sea significativa comparado con los activos de la sociedad afectada.

Es evidente que tales requisitos no se cumplían en el caso de la no oposición controvertida, que se refería a la adquisición indirecta de una sociedad filial de MASMOVIL poco significativa en comparación con el conjunto del volumen de negocio de MASMOVIL (véase Informe de la DGM DNP 28, pág. 36). Y en todo caso, la no oposición fue otorgada con anterioridad a la finalización del plazo de aceptación de la oferta, siendo de otro lado relevante que el oferente condicionó en todo caso la eficacia de la OPA a la obtención de la citada no oposición (DNP 28, pág. 2).

**12.-** Sobre la independencia de BDO Auditores, señala que fue contratado por la CNMV como asesor externo como apoyo y en aras de mayores garantías para los interesados y para el mercado, al contar con un apoyo extra en el control de este tipo de operaciones entre empresas. Pero el asesor externo en ningún caso condiciona o sustituye a la CNMV en la autorización o denegación de la OPA. Es decir, la CNMV es la única responsable, como no podía ser de otra manera, de la autorización de la OPA y del análisis del informe de valoración de la OPA que acompaña el oferente.

Con independencia de lo anterior, su intervención se atiene a su condición de experta.

**13.-** Por último, entiende que la pretensión de la demandante de retrotraer el procedimiento al momento previo de la autorización para que la CNMV examine la valoración, no implica ni puede implicar recalcular el precio de la OPA, puesto que, la CNMV, en su autorización de una OPA voluntaria, puede otorgar la autorización o denegarla, pero no imponer precio alguno. Lo anterior implica que el oferente, ante una hipotética estimación de la demanda y, si fuera el caso, denegación de la autorización de la OPA por la CNMV, puede ajustar su oferta para conseguir la autorización, o puede asumir esa denegación de autorización y no proceder a compra alguna de acciones. En resumen, que la pretensión anulatoria sólo implicaría retrotraer actuaciones a la autorización, pero en modo alguno recalcular el precio y tampoco imponerlo.

#### **CUARTO.- Contestación de LORCA.**

**1.-** Destaca que la OPA controvertida era una oferta amistosa con un proceso negociador previo, que culmina con un Contrato de Inversión de 1 de junio de 2020 aprobado por unanimidad por el Consejo de Administración de MASMOVIL, en el que se permitía la continuación de la estrategia M&A, como de hecho sucedió; la existencia de un plan de incentivos con el equipo gestor, y la búsqueda de ofertas competidoras con el asesoramiento de Goldman Sachs, que pudieran mejorar el precio de la OPA (al contrario de lo que sostiene la demandante).

**2.-** Pese a que la parte actora trata de poner en tela de juicio la catalogación de la OPA como voluntaria, esta OPA cumplía con las disposiciones del artículo 137.2 TRLMV y sus condicionantes; y siendo la intención de LORCA excluir de cotización las acciones de MASMOVIL, el precio cumplió también los requisitos de los artículos 10.5 y 10.6 (por remisión del artículo 11.d) del RD 1066/2007).

**3.-** En este caso no existe una OPA de control (adquisición del 30% de la compañía), ni aun considerando los compromisos irrevocables suscritos con los accionistas de MASMOVIL, siendo así que esta clase de acuerdos son habituales y entran dentro del marco de la autonomía de la voluntad (artículo 1255 CC). Vienen incluso recogidos en el Anexo del RD 1066/2007 y en la Circular 8/2008 de 10 de diciembre de la CNMV por la que se aprueba "Los modelos de anuncios y solicitud de autorización de OPAS".

Y en el mismo sentido el artículo 8.f) del Real Decreto 1066/2007 presupone la eventual existencia de estos acuerdos cuando establece que no será obligatoria una OPA de adquisición de acciones cuando: *"el control se haya alcanzado tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, si se da alguna de las siguientes circunstancias: [...] 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". Esto es, se excluye del cómputo de ese 50% las acciones adquiridas a través de este tipo de acuerdos una vez liquidada la Oferta. Además, la OPA se había condicionado a su aceptación por el 50% del capital de MASMOVIL, de modo que solo con la liquidación de la OPA se adquirirían las acciones, no antes.*

En modo alguno se ha adquirido a través de aquellos compromisos irrevocables una participación de control del 30%.

**4.-** Por lo que respecta a la determinación del precio de 22,50 euros/acción, el recurrente afirma que se tuvieron en cuenta los métodos de valoración del artículo 10 del RD 1066/2007 y el artículo 137.2 TRLMV. El precio ofrecido no solo es superior al que LORCA hubiese pagado en los 12 meses anteriores al anuncio de la Oferta, sino que el precio aparece sustentado por el informe de experto independiente (PwC), de acuerdo con los requisitos exigidos por el artículo 137.2 TRLMV. Este informe, validado por la CNMV, considera el "DFC como el método más adecuado" y concluye en ese rango de precio.

Ese precio es el mayor entre el precio equitativo y el que ha resultado de valorar, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos señalados en el artículo 137.2 TRLMV, aplicable como consecuencia del COVID-19, y en los artículos 10.5 y 10.6 (por la remisión del artículo 11 d) del RD 1066/2007 aplicable como consecuencia de la intención de LORCA de acogerse a la excepción allí regulada).

El informe de RHO además de incurrir en extralimitaciones de lo que debe ser una pericia, incluyendo valoraciones jurídicas, no ha logrado desvirtuar la presunción de acierto y veracidad del precio determinado en el Acuerdo recurrido (STS 23 de mayo de 2005, rec. 2414/2002). Y se remite a las consideraciones críticas contenidas en el Informe de la Dirección General de Mercados (doc.1 contestación Abogacía del Estado) y al Informe pericial emitido por Monterrey (doc.1 de su contestación).

**5.-** Niega la existencia de conflictos de interés en el seno del Consejo de Administración, remarcando que el precio de la OPA en modo alguno debía ser aprobado por el Consejo, por lo que carece de toda virtualidad tratar de insistir en un eventual conflicto, a diferencia de otros casos de OPAs (de exclusión). De hecho el informe del Consejo de Administración es posterior al acuerdo impugnado autorizando la OPA (artículo 24 RD 1066/2007), siendo la responsabilidad del oferente (y no del Consejo), la valoración del precio a través del informe de PwC.

En cualquier caso, el recurrente no explica qué infracción del ordenamiento jurídico se ha producido en este supuesto.

Se remite a las normas contenidas en el citado artículo 24 RD 1066/2007, para poner de relieve que el eventual conflicto sería completamente irrelevante en el marco de la autorización de la OPA a la luz de lo acaecido en el procedimiento que nos ocupa (en línea con lo ya expuesto por la Abogacía del Estado).

**6.-** Por lo que respecta a las compras de acciones realizadas por ciertos miembros del Consejo de Administración entre el 17 de y el 20 de marzo de 2020 (comportamiento alejado de las buenas prácticas, a juicio del demandante), estas adquisiciones se realizaron una vez que habían concluido las negociaciones entre LORCA y MASMOVIL el 16 de marzo, tras la irrupción de la pandemia generada por el COVID-19, sin conocer si podrían retomarse las negociaciones. Se omite por el demandante que en la propia noticia que refiere el Informe

señala que estas compras tenían por objeto mostrar confianza en el valor al mercado, y fueron comunicadas a la CNMV en cumplimiento de la normativa del mercado de valores.

A efectos puramente dialécticos, si se vulneró o no esta normativa (información privilegiada) es una cuestión que debe ventilarse en otra sede administrativa.

**7.-** En relación con el plan de incentivos y los compromisos irrevocables, se remite a las explicaciones que obran en el Informe de la DGM y en el folleto, subrayando su conformidad a derecho en el marco de una OPA amistosa, en línea con lo expuesto por la Abogacía del Estado.

**8.-** No es cierto que se vulnerara el régimen jurídico de presentación de ofertas competidoras. Lo que hizo el Consejo fue precisamente buscar ofertas competidoras sin éxito, conforme consta en el informe del Consejo emitido con ocasión de la OPA (pág. 19, doc., DP 06, folio 3223), mostrando que se creó una Comisión de Seguimiento encargada de lo relativo a la OPA, entre cuyas tareas se encontraba la búsqueda de potenciales competidores con el asesoramiento de Goldman Sachs.

Los compromisos irrevocables en modo alguno coartan o limitan nuevas ofertas, y son conformes a los artículos 45.2, 45.3 y 45.6 RD 1066/2007.

**9.-** Sobre el traslado de determinada información privilegiada (proyecto Duero, Uclés y Monterrei II), alega que en el marco de una OPA debe estar a lo dispuesto en el artículo 9.4 del Reglamento 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre abuso de mercado. Este permite que el oferente acceda a información privilegiada siempre que esa información se haga pública con carácter previo al plazo de aceptación de la oferta, para garantizar que los accionistas dispongan la misma información que dispuso el oferente y puedan llegar a sus propias conclusiones acerca de la oferta.

El folleto describe que los proyectos Duero y Uclés fueron comunicados al mercado el 12 de junio de 2020, y Monterrei el 22 de junio de 2020, cuando la Oferta fue autorizada el 29 de julio y el plazo de aceptación se extendió entre el 31 de julio y el 11 de septiembre de 2020.

**10.-** Las compensaciones acordadas son conformes a las previsiones del artículo 42.4 RD 1066/2007 (*break-up fees/inducement fees*), y tienen por objeto compensar los gastos de preparación de la oferta en caso de que no prospere e incentivar la oferta inicial. En este caso se cumplieron todas las condiciones que impone la norma, así, la compensación fue aprobada por el Consejo de MASMOVIL con el informe favorable de sus asesores, y la compensación pactada se mantiene por debajo del 1% previsto en el artículo 42.4 RD 1066/2007.

La compensación está plenamente justificada y evidencia que el Consejo se reservó el derecho a buscar ofertas alternativas a la de LORCA.

**11.-** Por último, alega que no existe infracción del artículo 26.2 del RD 1066/2007, en relación a la no oposición del Banco de España a la adquisición indirecta de una participación significativa en XFERA CONSUMER FINANCE SA EFC. El precepto se refiere a la autorización o no oposición que pueda requerir la oferta pública de adquisición, cosa que no sucede con la participación de XFERA.

En lo referente a los pedimentos de la demanda, alega que no cabe una pretensión como la deducida, en la que se pide el recálculo del precio de la OPA, aun cuando -a efectos puramente dialécticos-, se anulara la resolución impugnada, puesto que se trata de una OPA

voluntaria, con un mecanismo autorizatorio en el que la CNMV verifica la presencia de unos requisitos, de modo que puede autorizar, o no, la OPA; pero no puede imponer un precio determinado, como si se tratara de una OPA obligatoria. El oferente sigue siendo libre, en tal caso, para reformular o no la oferta.

#### **QUINTO.- Contestación de MASMOVIL.-**

**1.-** En su contestación aclara que se limita a tratar las cuestiones que le afectan, pese a que la demanda pretende hacer una causa general contra todas las personas y organizaciones que intervinieron en la OPA.

En primer lugar, señala que el recurrente no explica cuál fue la fecha de adquisición de las acciones de MASMOVIL, lo que sería relevante para analizar su legitimación. En todo caso su interés es básicamente económico, la obtención de una compensación económica, que nunca podría obtener, porque estamos en presencia de una OPA voluntaria, por lo que no cabría imponer a LORCA la obligación de abonar un precio superior. A lo sumo, en caso de infracción de las normas RDOPAS o del artículo 137.2 LMV podría declararse la nulidad del acuerdo de autorización de la OPA pero en modo alguno podría accederse a obligar al oferente a abonar un precio superior. En definitiva, entiende que el demandante carece de legitimación, al no haber constancia de un perjuicio de cualquier clase y por el hecho de que el recurso no le reportará ninguna ganancia o beneficio.

**2.-** La demanda atribuye de forma gratuita y arbitraria a las personas entidades y autoridades que intervinieron en la OPA un incumplimiento de la normativa de abuso de mercado, cuando MASMOVIL comunicó puntualmente al mercado de las operaciones Uclés, Duero y Monterrei II, sin que conste que la CNMV haya abierto ningún expediente sancionador por esta causa a MASMOVIL o a LORCA, conforme destaca la CNMV en los folios 2,22 y 23 de la contestación. Debe estarse en este sentido a las previsiones del Reglamento de Abuso de Mercado (considerando 30 y 17.1 RAM).

Tampoco es cierto que el Consejo de Administración se opusiera a la suspensión de la cotización de MASMOVIL. Dicha decisión tiene carácter estrictamente técnico, a fin de evitar que haya nuevos inversores durante la ejecución de la OPA, y fue acordada por la CNMV, habiendo emitido el Consejo una opinión favorable a la OPA (de acuerdo con el artículo 24 RDOPAS).

**3.-** En la fundamentación jurídica llama la atención sobre el ámbito al que debe ceñirse el recurso, toda vez que el artículo 24.1 del RDOPAS establece que "*el acuerdo de denegación [de autorización de una OPA] 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*", lo que lleva a considerar que el enjuiciamiento de legalidad de la autorización de la OPA no debe analizar si se ha incumplido cualquier norma, convirtiendo a la CNMV en un garante universal de la legalidad de cualquier acción de una sociedad sometida a una OPA. La autorización de la OPA solo debe tratar de si se ha cumplido o no la LMV, el RDOPAS, y demás normas aplicables *ratione materiae*.

El Recurrente está sometiendo a revisión contencioso-administrativa cuestiones de índole manifiestamente mercantil. En especial, se refiere de forma reiterada a los supuestos conflictos de interés que se habrían producido en el Consejo de Administración de MASMOVIL, que en sí mismos invalidarían el acuerdo de Autorización de la OPA por la

CNMV, para lo cual solo puede ser competente la jurisdicción civil y no la contencioso-administrativa. Esta cuestión, además de improcedente, tampoco podría ser planteada por el Recurrente ni siquiera en su sede propia, que sería la civil o mercantil, por haber transcurrido el plazo de impugnación del acuerdo social y por el hecho de que ya no es accionista, ni parece que tuviera nunca -aunque la Demanda guarda silencio al respecto- el mínimo legal exigido para ello (1 por 1000 del capital social de MASMOVIL), según el artículo 495.2, apartados b y c, del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio ("LSC").

**4.-**Entiende que no se explicitan de forma adecuada los fundamentos de derecho acerca de la legitimación, como era preciso (artículo 56 LJCA). Al margen del motivo anterior de inadmisibilidad desde una perspectiva formal, debe ponerse de manifiesto que el Recurrente carece manifiestamente de legitimación activa (Tribunal Supremo de 22 de noviembre de 2017 (R. Casación 191/2017)).

La anulación del acto o actos recurridos no puede provocar un efecto positivo, actual y real, no de carácter meramente potencial e hipotético. Este efecto debe repercutir de forma clara y suficiente en la esfera jurídica del recurrente. En nuestro caso, el 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 esta por la CNMV, y ello supondría un mayor precio que recibiría por la OPA. Sin embargo, por mucho que el 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.

Por otra parte, cabe indicar que el Recurrente no indica la fecha en la que habría adquirido las acciones de MASMOVIL (solo alega ser titular de 508 acciones con fecha 14 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 el 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 esta, incluida la intención de la sociedad oferente de proceder a la posterior exclusión de cotización de sus acciones.

Añade que la acreditación formal de la condición de accionista del Recurrente no es válida puesto que se justifica a través de DEGIRO, entidad no participante en IBERCLEAR.

**5.-** Niega la existencia y relevancia de los eventuales conflictos de interés de los consejeros de MASMOVIL, a los que se alude en la demanda.

Sin perjuicio de que esos eventuales conflictos son inexistentes, como entendió también la CNMV (pág. 17, párrafo 50, del escrito de contestación de la Abogacía del Estado) y de que MASMOVIL adoptó en todo momento las medidas societarias adecuadas para garantizar la mayor objetividad y pulcritud, (como la constitución de una comisión *ad hoc* dentro del consejo para el seguimiento de la OPA, con mayoría de consejeros independientes y sin vinculación alguna con el oferente, según se informó al mercado mediante comunicación de información relevante de 12 de junio de 2020); lo cierto es que estas cuestiones, aunque

fueran ciertas (a efectos argumentativos), carecerían de cualquier efecto sobre el objeto del presente recurso y habrían de ventilarse, en su caso, en su correspondiente sede societaria.

**6.-** Así mismo describe las compensaciones acordadas para el caso de no prosperar la OPA en términos semejantes a los de la Abogacía del Estado y lo que consta expresamente en el Folleto; poniendo de relieve que estas cláusulas ("*break-up fees*") tienen un reconocimiento legal expreso, que se justifica como forma de compensar el mayor riesgo que asume el primer oferente y como incentivo a las ofertas.

Dentro de este marco de normalidad, advierte que el Consejo de Administración de MASMOVIL encomendó a su asesor financiero, Goldman Sachs, la búsqueda de posibles ofertas competidoras tal y como recoge el informe sobre la OPA que el propio Consejo hizo público el 6 de agosto de 2020. El asesor financiero de MASMOVIL no era la entidad The Nimo's Holding (administrada por JET), sino Goldman Sachs, siendo también la entidad que informó favorablemente la comisión en los términos del artículo 42.4 RDOPAS.

**7.-** En cuanto al informe de RHO Finanzas SL, aportado como doc.1 de la demanda, destaca la similitud de este informe con el aportado en el PO 2170/2020 (recurrente D. OLA contra el mismo acto de autorización de la OPA), si bien RHO concluye con dos valores diferentes: 38,71 euros en el PO 2170/2020 y 35,21 euros por acción en el informe correspondiente a la demanda de este PO 2130/2020, siendo así que estas diferencias no están explicadas, revelando la absoluta falta de imparcialidad del informe (los peritos emiten dos valoraciones diferentes en la misma fecha y ante un mismo encargo de una misma compañía). En relación a su contenido se remite al escrito de contestación de la Abogacía del Estado (párrafo 116, pág. 35 y ss.).

**8.-** Por lo que respecta a la independencia de BDO auditores, fue contratada por la CNMV como asesor externo como apoyo en aras a lograr las mayores garantías para el mercado y para los interesados, conforme es habitual. En cualquier caso, este asesor en modo alguno sustituye las facultades que corresponden a la CNMV para la autorización de la OPA. Se trata de un profesional ajeno al oferente y a la CNMV que revisa el informe de PwC sobre la justificación del precio (opinión de contraste). Por último, indica que las relaciones comerciales que pudieran existir entre entidades del grupo de la opada o de la oferente no derivan de otra circunstancia que de su condición de experta, de modo que no existe razón para no considerarla empresa independiente.

En atención a todo ello, solicitan las demandadas la desestimación de la demanda, con expresa imposición de las costas.

## **SIXTO.- Cuantía de la Pretensión.-**

**1.-** En primer lugar, se ha de resolver el incidente planteado en el marco del procedimiento para la fijación de la cuantía del recurso, toda vez que mediante Diligencia de Ordenación de 22 de abril de 2022 la cuantía se estableció por la Letrada de la Administración de Justicia en 2.963.577.712,50 euros, siguiendo la argumentación que había hecho valer la Abogacía del Estado en la contestación a la demanda.

**2.-** Frente a esta resolución la demandante promovió recurso de reposición y de revisión, con objeto de hacer valer su discrepancia con el acuerdo de la Letrada solicitando que "se fije la cuantía del presente recurso contencioso-administrativo como indeterminada y

subsidiariamente, para el caso de considerar que la cuantía es determinable, se fije ésta atendiendo exclusivamente al interés económico de la pretensión de mi mandante”.

Entiende la parte recurrente que en el suplico de la demanda se solicita “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”.

La cuantía viene determinada por el valor económico de la pretensión objeto del mismo (artículo 41.1 LJCA) pero no toda pretensión tendrá un valor económico o será susceptible de valoración económica. En el caso de que exista ese valor económico, el mismo se calculará conforme a las reglas establecidas en el artículo 42.1 LJCA y, sin embargo, cuando la pretensión no es cuantificable económicamente, habrá de considerarse como indeterminada. Así, el artículo 42.1 LJCA establece las reglas de cálculo del valor económico de la pretensión distinguiendo dos grandes grupos de pretensiones:

- Los casos en que sólo se haya solicitado la anulación del acto administrativo recurrido, a los que resultará de aplicación el artículo 42.1.a) LJCA.
- Los supuestos en que junto a la anulación se haya pretendido, además, el reconocimiento de una situación jurídica individualizada o el cumplimiento de una obligación por parte de la Administración, en cuyo caso habrá de estarse a las reglas contenidas en el artículo 42.1.b) LJCA.

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 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.

Así, el valor económico de la pretensión vendrá dado por el contenido económico del acto administrativo. Sin embargo, en aquellos casos en que dicho acto, por sí mismo, no posee dicho contenido económico, la pretensión no puede ser sino indeterminada pues falta toda posibilidad de valoración económica.

Es cierto que el artículo 42 LJCA no dice expresamente que serán de cuantía indeterminada las pretensiones que no sean susceptibles de valoración económica, pero lo reconoce en el inciso in fine de su apartado segundo cuando dice que: “se reputarán de cuantía indeterminada los recursos [...] así como aquéllos en los que junto a pretensiones evaluables económicamente se acumulen otras no susceptibles de tal valoración.”

**3.-** LORCA sostiene, por el contrario, que teniendo en consideración la pretensión de la demanda, la Diligencia de la Letrada aplica las reglas de determinación de la cuantía previstas en los artículos 41 y 42 de la LJCA de forma correcta, puesto que se postula la anulación de un acto, en cuyo caso “se atenderá al contenido económico del mismo”. Y si, además, se solicita el reconocimiento de una situación jurídica individualizada, se atenderá también al valor económico total del objeto de la reclamación.

No es correcto afirmar que una pretensión anulatoria es, por esa sola razón, de cuantía indeterminada, como parece sostener el recurrente cuando señala que: “lo que cuestiona [D. JAR] 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" (cfr. página 5 del recurso). A ello se opone el art. 42.1.a) LJCA, que claramente establece que, cuando se solicite la anulación del acto, se atenderá a su contenido económico. 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 el Recurrente, verían su compraventa de acciones frustrada.

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 el Recurrente (este criterio es más favorable al Recurrente, porque, en puridad, la única pretensión que puede ejercitar es la de nulidad del acto impugnado, y no la de recálculo).

**4.-** La Abogacía del Estado reiteró que de acuerdo con las disposiciones legales (artículos 40.1 LJCA) y el contenido del suplico de la demanda, lo que se estaba cuestionando por medio del recurso eran unas compraventas de acciones, las del oferente a los accionistas que vendieron, por un importe de 2.963.577.712,50 euros. De acuerdo con la tesis que defiende sería estrictamente el importe de la pretensión principal, perfectamente cuantificable y cuantificada, de la misma manera que en un litigio civil la anulación de un contrato de compraventa está constituida por el precio del contrato.

**5.-** El 40.3 LJCA dispone que *"Cuando el demandado no estuviere de acuerdo con la cuantía fijada por el demandante, lo expondrá por escrito dentro del término de diez días, resolviendo el Secretario judicial lo procedente. En este caso el Juez o Tribunal, en la sentencia, resolverá definitivamente la cuestión"*.

Dadas las vicisitudes que ha atravesado el procedimiento, para la fijación de la cuantía del recurso, y teniendo en cuenta que las normas procesales son de orden público y su aplicación debe realizarse incluso de oficio, hemos de entender que la Sala ha de resolver con carácter previo este incidente estableciendo la cuantía, en línea con las determinaciones del artículo 40.3 LJCA sin vinculación a la cuantía previamente determinada en fases anteriores del procedimiento.

**6.-** La Sala considera que la cuantía del procedimiento no es indeterminada de acuerdo con los siguientes razonamientos.

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 OPA. Para ello se aporta un informe pericial que señala que la valoración de MASMOVIL debió ascender a 35,21 €/acción (en la ratificación de dicha pericial incluso se pretende un precio superior de 38,71 €/acción).

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.”*

Es evidente que no estamos ante ninguno de los supuestos de indeterminación de la cuantía del art. 42.2 de la LJCA y que se pretende la anulación del acuerdo de aprobación de la OPA, que de prosperar, supondría, ya de inicio, un valor económico afectado de 2.560.940.730 € (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 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 y la cuantía ha de llevarse al importe máximo por el que se solicitó y se aprobó la oferta 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 (remite a una cifra líquida en cuanto a liquidable toda vez que su cálculo vendría establecido por una simple operación aritmética).

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

### **SÉPTIMO.- Legitimación del demandante: Causa de inadmisión.-**

**1.-** Con carácter previo la Sala ha de pronunciarse acerca de la cuestión planteada en torno a la legitimación del demandante en este recurso, y por ello hemos de recordar cual es la norma que disciplina la materia y la interpretación consolidada. Así, el Tribunal Supremo (TS Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 5ª, Sentencia 154/2019 de 29 mayo 2019, Rec. 3767/2015) establece que:

*- El artículo 19 de la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa, dispone, en su párrafo primero, que "Están legitimados ante el orden jurisdiccional*

*contencioso-administrativo: Las personas físicas o jurídicas que ostenten un derecho o interés legítimo.*

*- Sobre La legitimación activa ha de decirse que según expresa el auto del Tribunal Supremo de 24 abril 2002 "el simple interés por la legalidad no constituye el sustrato, salvo que de la ilegalidad jurídico de la legitimación, denunciada se siga un subjetivo perjuicio, advirtiéndose que, salvo en los casos de acción popular, en que se objetiva la legitimación activa para que una persona pueda ser parte actora ante los Tribunales de lo Contencioso Administrativo, es preciso que además de gozar de la capacidad procesal, ostente un interés en la anulación del acto o disposición recurridos".*

*- Para la misma resolución "el concepto de interés legítimo" elaborado por la Jurisprudencia del Tribunal Supremo y del Tribunal Constitucional, es un concepto mucho más amplio que el del interés*

*y directo, identificándose en su dimensión procesal, en lo que se ha denominado el propio círculo jurídico vital, como una forma de evitar un potencial perjuicio ilegítimo temido, [...](...)*

*- la legitimación es un presupuesto inexcusable del proceso e implica en el proceso contencioso-administrativo, como hemos señalado en la doctrina de esta Sala (por todas, sentencias de 11 de febrero de 2003, recurso num. 53/2000 , 6 de abril de 2004 y 23 de abril de 2005, recurso 6154/2002) , una relación material unívoca entre el sujeto y el objeto de la pretensión, de tal forma que su anulación produzca automáticamente actual un efecto positivo (beneficio) o negativo (perjuicio), futuro, pero cierto, que debe repercutir de manera clara y suficiente en la esfera jurídica de quien acude al proceso y este criterio lo reitera la jurisprudencia constitucional (por todas, en SSTC núms. 197/88, 99/89, 91/95, 129/95, 123/96 y 129/2001, entre otras) , pudiéndose concretar algunos criterios interpretativos de la doctrina jurisprudencial en los siguientes puntos:*

*a) La importancia del interés, que desde el punto de vista procedimental administrativo y procesal jurisdiccional es una situación reaccional, en evitación de un potencial perjuicio ilegítimo temido, de modo que el interés se reputa que existe siempre que pueda presumirse que la declaración jurídica pretendida coloque al accionante en condiciones legales y naturales de conseguir un determinado beneficio material o jurídico o la persistencia de la situación fáctica creada o que pudiera crear el acto administrativo al ocasionar un perjuicio, como resultado inmediato de la resolución dictada.*

*b) Ese interés legítimo, que abarca todo interés que pueda resultar beneficiado con la estimación de la pretensión ejercitada, puede prescindir de las notas de personal y directo y al diferenciar el interés directo y el interés legítimo, éste no sólo es más amplio que aquél y también es autosuficiente, en cuanto presupone que la resolución administrativa o jurisdiccional ha repercutido o puede repercutir, directa o indirectamente, pero de un modo efectivo y acreditado, es decir, no meramente hipotético, potencial y futuro, en la correspondiente esfera jurídica de quien se persona , esto es, verse afectado por el acto o resolución impugnada . .....*

*e)Es cierto que debe mantenerse un criterio interpretativo de los requisitos de admisibilidad del recurso contencioso-administrativo acorde al principio "pro actione" de manera no formalista y de forma favorable a la producción del efecto perseguido por el derecho fundamental a la tutela judicial efectiva de derechos e intereses legítimos a que responde el art. 24.1 de la Constitución , pero también hay que considerar la reiterada jurisprudencia constitucional que señala como el derecho prestacional de la tutela ha de sujetarse al plano de la estricta legalidad, pues sólo inciden en la vulneración del contenido constitucional del artículo 24.1 de CE aquellas resoluciones que generan interpretaciones arbitrarias e irracionales, lo que no sucede en este caso.*

**2.-** Para la resolución de esta cuestión previa hemos de acudir al Informe de la Dirección General de Mercados Departamento de Mercados Primarios. OPAS de 10 de febrero de 2022, en el que se pone de manifiesto la ausencia de interés del demandante en atención a un conjunto de datos verificados en el expediente administrativo. Este informe obra en el acontecimiento nº 164.

Expresa este informe lo siguiente:

*2.1 Interés del demandante en Masmovil. Según consta en el expediente del recurso potestativo de reposición interpuesto por el demandante y desestimado por la CNMV, éste tenía, a 14/08/2020, 508 acciones de Masmovil. Dicho interés representa un valor de 11.430 euros considerando el precio de 22,50 euros por acción de la opa autorizada y el 0,0004% del capital social de Masmovil.*

*De acuerdo con la información no pública que obra en esta CNMV, parte de dichas acciones (316 acciones) fueron adquiridas en bolsa por el demandante antes del 1/06/2020 (fecha de anuncio y presentación de la opa de Lorca sobre Masmovil), y las otras 192 acciones fueron adquiridas después del anuncio, 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 al mercado. Concretamente, el demandante adquirió 83 acciones el 30/06/2020 al precio de 22,66 €/acción y 109 acciones el 14/07/2020 al precio de 22,70 €/acción. En el siguiente cuadro se muestra la operativa del demandante con acciones de Masmovil. Operaciones en bolsa del demandante en 2020. ....*

*De acuerdo con la operativa señalada y las acciones declaradas a 14/08/2020, el demandante tendría una posición anterior al 1/01/2020 de 100 acciones que mantendría después de finalizada la opa y la orden de compra sostenida por Lorca. El importe de las compras del año 2020 asciende a 15.342,71 euros y el de las ventas es de 19.143,18 euros. La diferencia a su favor en 2020 es por tanto de 3.800,47 euros (si las ventas de octubre 2020 se hubieran realizado en la opa o en la orden de compra, seguiría teniendo una diferencia a su favor de 3.790,31 euros).*

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

**3.-** Quiere decir que a lo largo de 2020 realizó compras y ventas en Bolsa entre el 19 de marzo de 2020 y el 24 de marzo de 2020, en un rango de 12.97 euros/acción y 12,48 euros/acción.

Las compradas después de 20 de junio de 2020 tienen un precio de 22,52 euros.

El resultado de estas operaciones es que el importe total de las compras ascendió a 15.342,71 euros y las ventas a 19.147,18 euros (resultado positivo: + 3.800.47 euros). Si hubiera acudido a la OPA, señala el Informe, el resultado hubiera sido + 3.790,31 euros.

**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 STS 25/11/2008, REC. 1931/2006.

Citaremos igualmente la STS de 03/10/2022 REC 2953/2021 (que confirma la previa sentencia de esta Sala y Sección de 25/02/2021 PO 1895/2019) 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 deban 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.”*

**5.-** En principio y con carácter general, hemos de entender que todo accionista, con independencia de que haya de considerarse accionista de referencia o minoritario atendiendo al porcentaje de sus acciones, como destinatario de la OPA aprobada ex art. 10.2 del RDOPAS, 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, la CNMV fijara el precio dentro de las 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.

**6.-** Necesariamente la respuesta al tema de la legitimación ha de ser casuística y la defendida en el 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 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.

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 aparecía, a fecha 24/08/2020 (con posterioridad a la data del acuerdo recurrido) como titular de acciones.

La CNMV ha tenido acceso a información oficial al respecto de la titularidad de acciones de MASMOVIL por parte del ahora recurrente constatándose en el informe de la Dirección General de Mercados, Departamento de Mercados Primarios. OPAS, que el recurrente era accionista, con la evolución que hemos indicado (*“De acuerdo con la operativa señalada y las acciones declaradas a 14/08/2020, el demandante tendría una posición anterior al 1/01/2020 de 100 acciones que mantendría después de finalizada la opa y la orden de compra sostenida por Lorca”*)

La parte aquí recurrente era accionista antes del anuncio de la OPA (316 acciones según el informe indicado) y sobre esta premisa ya le viene reconocida la legitimación activa en vía administrativa, con independencia de la evolución de su cartera con posterioridad.

La legitimación activa en el 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 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 -, mantuviera o no ninguna acción de MASMOVIL en su cartera.

**7.-** 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 316 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 hacer descansar su legitimación, en el conjunto de los títulos de los que fue detentador, en lo que exceda de las 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 316 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 objeto 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).

**8.-** Por lo que respecta a la efectiva acreditación de tal titularidad de las acciones – la parte 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), una reseña de titularidad.

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 dispone, 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 ha sido cuestionada la recurrente no ha aportado 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.

Ciertamente la CNMV ha tenido acceso a información oficial de la titularidad de acciones de MASMOVIL por parte del ahora recurrente ya que, en el informe de la Dirección General de Mercados asume esa titularidad, de modo que las alegaciones que insisten en esa falta de justificación deben decaer.

## **OCTAVO.- Hechos que resultan del expediente.-**

- 1.- 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).
- 2.- La CNMV admitió a trámite dicha solicitud el 12/06/2020 (folio 21 del expediente).
- 3.- La justificación del precio de dicha oferta se encuentra en el apartado 2.2.2 del folleto y en el anexo 13 del mismo.
- 4.- 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).
- 5.- El plazo de aceptación de la oferta se inició el 31/07/2020 y finalizó el 11/09/2020.
- 6.- 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.
- 7.- 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).
- 8.- 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.
- 9.- Se cumplió con la condición de la oferta relativa a la aceptación mínima requerida por el oferente (50% del capital).
- 10.- 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.
- 11.- 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.
- 12.- 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.

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

14.- 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 fase que se desarrolla a partir del 22/09/2020.

15.- 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 compraran en el mercado acciones de MASMOVIL, manteniéndose la medida hasta que se produjo 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.

## **NOVENO.- Actuación de la CNMV en la concreta OPA aprobada en el acto recurrido. Irregularidades que a juicio de la recurrente deberían haber llevado a no aprobar la OPA presentada por LORCA (pretensión de anulación y recálculo del precio).**

**1.- El Real Decreto 1066/2007**, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (citado RDOPAS) dispone:

*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.”*

## **2.- 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):

**2.1.-** 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."

**2.2.-** 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.

**2.3.-** 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

**2.4.-** 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.

**2.5.-** 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."

**2.6.-** 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.*

**2.7.-** 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.

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 y 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.

**2.8.-** 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.

**2.9.-** 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.”>> (STS de 23/11/2020 REC 4333/2019).*

**2.10.-** 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.

**2.11.-** 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.”>> (STS. de 23/11/2020 REC 4333/2019).*

**2.12.-** Adicionalmente, la CNMV consideró, en este 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.”)*

**2.13.-** Lo anterior –acontecimientos excepcionales por pandemia COVID- 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”*.

### **3.- “precio equitativo”**

**3.1.-** 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 la 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 STS. 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).*

**3.2.-** 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 STS. 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.”>>*

**3.3.-** 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.

#### **DÉCIMO.- Conflictos de intereses en el seno del Consejo de Administración de MASMOVIL.-**

**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 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”.*

**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 STS 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).

**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.-** De cara a la OPA voluntaria, el Consejo de Administración de MASMÓVIL 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 aquélla, 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 aquélla, 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."*

**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 se incurriría en desviación procesal respecto del concreto objeto de recurso.

## **DECIMOPRIMERO.- "Acuerdo de inversión".-**

**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).

**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).

**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."*

## **DECIMOSEGUNDO.- Posibilidad de "OPAs competidoras".-**

**1.-** La parte recurrente afirma en sus alegaciones que las OPAS competidoras no eran posibles en este caso, debido a las siguientes circunstancias:

- La primera de ellas se refiere a la existencia de acuerdos con compromisos irrevocables en favor de determinados accionistas.
- La segunda alude a la supuesta existencia de información privilegiada que no se hizo pública al mercado hasta después del anuncio de la OPA.
- La tercera se centra en el establecimiento de compensaciones millonarias para el caso de que la oferta se frustrara.

**2.-** 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.”

### **3.- Con carácter general** 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 –este es uno de sus objetos- 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 lo 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.- En el particular 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 ni un solo accionista profesional rechazase la oferta (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 – 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 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 –una 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 último 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.”)*

### **DECIMOTERCERO.- Abuso de mercado.-**

**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.

**2.-** 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 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.

**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 a 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.-** 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.

**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, está 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.

#### **DECIMOCUARTO.- Gastos de preparación de la oferta ("break-up fees").-**

**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.

## 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

**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.-** 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.

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. Lamothe en el acto de la vista:*

*"[Video 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".*

**5.-** En todo caso, no habría motivo alguno de nulidad ya que pese a las posibilidades legales, 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).

#### **DECIMOQUINTO.- 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.-**

A juicio 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.

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).*

**2.-** A los efectos que aquí nos ocupa, para 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)

## **DECIMOSEXTO.-"Compensaciones adicionales" para accionistas con irrevocables: principio de igualdad de trato.**

**1.-** La parte demandante defiende 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.

**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.**"*

**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 (JH, dominical de Providence, JET, dominical de Inverready 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.-** El informe de la DGM (DNP 28) apartado 2.2.2, pág 16 y ss., se describe la reinversión de estos accionistas.

**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*

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%
Invereadv	2.748.965	2,09%	61.851.712,50€	20.000.001€	0,88%

*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)

**6.- 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 los 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 los 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 Reversores 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 reinvertieron, indirectamente a través de LORCA/JVCO, en acciones de MASMÓVIL con el mismo valor subyacente de 22,50 €).

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

**1.-** La recurrente afirma 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 COMPANIA 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.

**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)*

**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.

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:

<b>Método de valoración</b>	<b>Euros por acción</b>
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	0,78 0,95

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 (pág 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.-** 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.”*

**DECIMOCTAVO.- Banco de España.-**

**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.

## **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)

## **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."*

**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.-** 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 el ámbito de las autorizaciones o notificaciones del artículo 26.2 del RDOPAS (previas a la autorización por parte de la CNMV), sino que ha de reconducirse al marco general del art. 13.2 d) del RDOPAS ya que no era una autorización/no oposición requerida directamente por la oferta, sino que 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 anteriormente (el oferente condicionó en todo momento la eficacia de la OPA a la obtención de la citada no oposición).

**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.

**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.

**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 hubiera tomado control de la misma.

**DECIMONOVENO.- Pericial de parte recurrente.-**

**1.-** 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.*

(...) "

**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	7,40%	6,12%

**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.

**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.

**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 Monterrey, 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 correspondiente 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%."***

**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.

**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 (STS. 21/03/13 REC. 5418/2009) confirmando la previa de esta Sala, Secc. 6ª, de 29/06/2009 PO 2008/2007)

**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

**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.

**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).

#### **4.- En lo relativo a la aportación por la parte recurrente de documentación en conclusiones**

**4.1.-** Esta aportación documental es totalmente improcedente desde el punto de vista procesal y debe rechazarse de plano. 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 sin que sea dable alterar el regular devenir procesal de la causa en sus fases ya concluidas.

**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 estudio 12 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.”*

**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, una sentencia del TS, Sala Civil, de 20/12/2022, REC 1913/2019, defendiendo su relevancia en los que allí se concluyó. A saber, el 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, en relación a 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 se 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. Se entendió, por el contrario, que "*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 la *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 resultando 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, no puede considerarse como un documento sustantivo que, con apoyo en dicho precepto, pueda presentarse fuera del periodo de prueba (como pretendía el recurrente).

La aportación de una sentencia exige, siempre, que pueda resultar condicionante o decisiva para resolver el recurso y dicha sentencia resulta irrelevante en el caso de autos (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.

En conclusión, el recurso ha de ser desestimado.

#### **VIGÉSIMO.- Costas.-**

La desestimación del recurso comporta, en consecuencia, la condena en las costas causadas, de acuerdo con el criterio del vencimiento objetivo que establece el artículo 139.1 de la LJCA, en la redacción dada por Ley 37/2011, toda vez que no se aprecian motivos para apartarse de la regla general.

#### **FALLO**

**DESESTIMAR** el recurso contencioso-administrativo promovido por **DON JAR** contra la Resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 29 de julio de 2020, por ser conforme a derecho.

Las costas causadas se imponen al demandante.

Notifíquese esta resolución a las partes haciéndoles saber que la misma no es firme y que frente a ella cabe recurso de casación que habrá de interponerse ante esta Sala, previa consignación del preceptivo depósito para recurrir, en el plazo de en el plazo de 30 días, contados desde el siguiente al de la notificación de aquélla, mediante escrito que deberá justificar la concurrencia de los requisitos exigidos en la LJCA.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **a) Los swaps y la legitimación.**

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

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

Concorre claramente un interés (económico) legitimador.

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

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

#### **b) Las acciones y la legitimación.**

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

Además (y también discrepo), también se ha negado legitimación a las entidades que, aun teniendo acciones compradas antes de la aprobación de la OPA, su número es escaso. Se cita

en la sentencia el artículo 495.2.b) de la LSC]: umbral mínimo para estar legitimado para impugnar los acuerdos sociales ex LSC fue introducido por la reforma operada por la Ley 31/2014.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **3. Desigualdad de trato a los accionistas de Masmóvil.**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tales "compromisos irrevocables" suscitan no sólo la cuestión relativa a la intervención de los consejeros afectados en el proceso, sino también el hecho de que la irrevocabilidad de estas aceptaciones dependía, entre otros extremos, de que no se formulara ninguna OPA competidora a un precio superior a 26 euros por acción. Lo cual suscita la cuestión relativa a si el precio aprobado de 22,50 € cada acción, era un precio objetivo o bien, como los recurrentes alegan, un precio inferior al real, que podría llegar al menos a los 26 euros por acción.

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

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

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

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

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

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

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

### **Conclusión.**

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

**José Félix Méndez Canseco, Magistrado.**  
**Madrid, a 21 de diciembre de 2023.**