

## SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 29 DE JUNIO DE 2009

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

**Recurso nº:** 208/07  
**Ponente:** Doña Mercedes Pedraz Calvo  
**Acto impugnado:** Acuerdo del Consejo de la CNMV de 13 de abril de 2007  
**Fallo:** Desestimatorio

Madrid, a veintinueve de junio de dos mil nueve.

Visto el recurso contencioso-administrativo que ante esta Sección Sexta de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional y bajo el número 208/07, se tramita a instancia de don .R.O.M., representado por la Procuradora Dña. C.D.G., contra Acuerdo del Consejo de la CNMV de fecha 13 de abril de 2007 por el que se autoriza la OPA de "TAFISA, S.A." sobre el 8,94% de su capital, así como la exclusión de la negociación de las acciones de la misma en las Bolsas de Madrid y Valencia, y en el que la Administración demandada ha estado representada y defendida por el Sr. Abogado del Estado, siendo codemandado "SONAE INDUSTRIA S.G.P.S., S.A." representada por el Procurador Sr. R.N. siendo la cuantía del mismo indeterminada. Ha sido Ponente la Magistrado Doña MERCEDES PEDRAZ CALVO.

## ANTECEDENTES DE HECHO

**PRIMERO.-** La recurrente indicada interpuso recurso contencioso-administrativo ante esta Sala contra la Resolución de referencia. La Sala dictó Providencia acordando tener por interpuesto el recurso, ordenando la reclamación del expediente administrativo y la publicación de los correspondientes anuncios en el BOE.

**SEGUNDO.-** En el momento procesal oportuno la parte actora formalizó la demanda mediante escrito en el cual, tras alegar los hechos y fundamentos de derecho que estimó de rigor, terminó suplicando se dicte sentencia por la que:

*"1. Declare la invalidez y falta de independencia del Informe elaborado por el Santander Investment y de Nmás 1, base del precio de la OPA de exclusión de negociación de SONAE INDUSTRIA sobre TAFISA".*

*2-. Declare el error de la CNMV en la apreciación de dicho Informe del Santander Investment y del Informe de Nmás 1 y en consecuencia declare el incumplimiento de la CNMV de su finalidad de proteger a los accionistas minoritarios en la OPA de exclusión de negociación de TAFISA.*

*Y consecuentemente,*

*3-. Declare nula o en su caso anulable, la resolución impugnada en el presente procedimiento de fecha 13 de abril de 2007, por la que el Consejo de la CNMV autorizó la OPA de SONAE INDUSTRIA sobre TAFISA y expresamente el precio ofrecido, reconociendo que el precio por acción de la OPA de exclusión de la negociación de TAFISA vulnera los derechos de los accionistas minoritarios por ser inferior al legalmente establecido*

*4.- Ordene a la CNMV el inicio del oportuno procedimiento a fin de reconocer el derecho de todos los accionistas afectados por la OPA de exclusión de SONAE INDUSTRIA sobre*

*TAFISA a percibir la diferencia entre el precio cobrado conforme a la autorización de fecha 13 de abril de 2007 y el nuevo precio resultante de la correcta formación del mismo".*

**TERCERO.-** El Abogado del Estado presentó escrito de contestación a la demanda, oponiéndose a sus pretensiones, y solicitando, con fundamento en los hechos y razonamientos jurídicos que dejó expuestos la desestimación del recurso.

La codemandada, SONAE INDUSTRIA presentó escrito de contestación a la demanda en el cual, previa exposición de los fundamentos de hecho y de derecho en los que fundamenta su pretensión, solicitó se declare inadmisibile el recurso y subsidiariamente que se desestime.

**CUARTO.-** La Sala dictó auto acordando recibir a prueba el recurso, practicándose la documental y la pericial a instancias de la actora, y la documental a instancias de la codemandada, con el resultado obrante en autos.

Las partes, por su orden presentaron sus respectivos escritos de conclusiones, para ratificar, respectivamente, lo solicitado en los de demanda y contestación a la demanda.

**QUINTO.-** La Sala dictó Providencia señalando para votación y fallo del recurso la fecha del 23 de junio de 2.009 en que se deliberó y votó habiéndose observado en su tramitación las prescripciones legales.

## **FUNDAMENTOS JURÍDICOS**

**PRIMERO.-** Es objeto de impugnación en el presente recurso contencioso-administrativo la resolución dictada por el Consejo de la CNMV el día 13 de abril de 2007 por la que se autoriza la OPA de SONAE INDUSTRIA sobre TAFISA.

Los motivos de impugnación alegados por el recurrente pueden resumirse como sigue: el informe del Santander Investment no es independiente y es inválido; el informe complementario de Nmás 1, Agencia de Valores, S.A.U. no complementa el informe elaborado por el Santander Investment; la CNMV no ha cumplido su función en la OPA de exclusión función que era la protección de los accionistas minoritarios y por la correcta formación del precio de la OPA. En resumen, la autorización de la CNMV es inválida.

**SEGUNDO.-** En primer lugar debe examinarse la causa de inadmisibilidad del recurso alegada por la codemandada en su escrito de contestación a la demanda.

Se alega que el recurrente no está legitimado para impugnar la resolución objeto de este litigio porque ni acredita ni identifica el derecho o interés legítimo que pretende defender. La actora ha acreditado documentalmente que es titular de acciones de TABLEROS DE FIBRAS y que lo era en el momento de la interposición del recurso contencioso-administrativo.

El Tribunal Supremo dictó sentencia el día 18 de abril de 2007 señalando en relación con la legitimación activa que el interés legitimador para iniciar un proceso contencioso-administrativo nace desde el momento en que el concreto acto administrativo impugnado puede afectar a, o incidir en, la esfera jurídica del administrado provocándole un determinado perjuicio o suprimiendo un beneficio del que gozara.

*Y continúa: "Sin duda los accionistas de las sociedades cotizadas puedan 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.*

*De hecho, la entidad bancaria que interviene como recurrida (el "Banco de Santander, S.A.") admite igualmente que existen "determinados supuestos de autorización de OPAS en los que, en determinadas circunstancias, cabría acaso reconocer a los accionistas de la sociedad destinataria legitimación activa para recurrir el acto de autorización. Tal sería el caso, por ejemplo, de las OPAS de exclusión, a las que se refieren el artículo 34 de la LMV y el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, en la redacción vigente en el momento en que fue dictado el acto recurrido".*

Resulta por tanto evidente la legitimación del recurrente con la acreditación señalada y el fundamento jurídico reproducido. Basta la lectura de sus escritos, a juicio de esta Sala, para comprender cuales son los perjuicios que según el recurrente le ha causado la resolución impugnada: la admisión por la CNMV de una OPA al precio ofrecido y pagado, en comparación con el precio que al recurrente le parece ajustado a la situación real de la empresa le ha supuesto un perjuicio claramente evaluable, la diferencia entre uno y otro.

En segundo lugar y planteado expresamente por el Abogado del Estado en el escrito de contestación a la demanda, la Sala debe señalar en aplicación de la ley que, visto el suplico del escrito de demanda, los informes, la valoración de los mismos son actos de trámite que solo son impugnables con el acto administrativo que pone fin al procedimiento.

**TERCERO.-** El litigio se centra, fundamentalmente, en la alegada por la actora improcedencia de tener en cuenta los informes que aportó la interesada, en primer lugar con la solicitud, y posteriormente a instancias de la CNMV en el procedimiento de la OPA, y por el contrario, la alegada validez del informe pericial aportado a instancias de la recurrente en estos autos.

Sobre la falta de validez del Informe de Santander Investment la actora sostiene que en el mismo se han excluido diversas inversiones realizadas durante 2006 en las plantas de Hornitex (Alemania) y Darbo (Iberia) lo que se ha traducido en una infraestimación muy importante de los flujos futuros de la compañía que afecta de forma decisiva a la valoración.

Según sus conclusiones la rectificación del modelo de valoración para incluir las inversiones realizadas en el año 2006 y en consecuencia alterar las cifras reales del resultado bruto de explotación, implicaría un aumento de la valoración realizada por el Santander Investment de al menos un 70%. En igual sentido, valora la omisión de la existencia de un crédito fiscal.

Respecto del informe de Nmás 1, la propia actora reconoce que fue solicitado por la CNMV como consecuencia de los escritos de reclamación remitidos por los accionistas de la sociedad durante la tramitación de la OPA, pero alega que al no tener en cuenta la verificación de la exactitud de la información facilitada por Tafisa a Santander I., ni la verificación de la exactitud de los datos extraídos por Santander I. de las fuentes utilizadas, ni la verificación de la existencia y valoración de los activos o pasivos ni contingente ni de otro tipo de las compañías que conforman el perímetro de consolidación de Tafisa, tal informe no complementa el del Santander I. porque no ha validado ni su contenido ni su independencia, sino únicamente los métodos de valoración utilizados.

El Abogado del Estado en relación con estas alegaciones sostiene: 1º que en los informes del Santander Investment y Nmás 1, la metodología es correcta; 2º que en el expediente administrativo obran contestaciones detalladas a todas y cada una de las diferentes cuestiones planteadas por los accionistas minoritarios y 3º que en contra de lo manifestado por la recurrente, se han tenido en cuenta las inversiones realizadas en el año 2006 y la valoración de Darbo y Hornitex al igual que el crédito fiscal.

Por su parte, la codemandada, sostiene la conformidad a derecho del acto administrativo impugnado, que no concurre el presupuesto de hecho para invocar la causa de nulidad de pleno derecho por ausencia total y absoluta de procedimiento ya que se han cumplido todos los trámites de procedimiento. Igualmente sostiene que la fijación del precio de las acciones de TAFISA respeta los criterios legalmente establecidos en caso de OPAs de exclusión, siendo por tanto la autorización por la CNMV conforme a derecho, y que no cabe admitir el informe de valoración de la recurrente.

**CUARTO.-** La actora alega que el informe elaborado por la sociedad Santander Investment es inválido por falta de independencia.

La falta de independencia la fundamenta en que:

- a) Se ha elaborado con base en la información de tipo financiero proporcionada por la Dirección de TAFISA salvo en las hipótesis relativas a la evolución prevista de la inflación que aportó Santander Investment Bolsa.

- b) Se reconoce que las sociedades del Grupo Santander prestan habitualmente servicios financieros a SONAE INDUSTRIA y a TAFISA, recogiendo las manifestaciones relativas al posible conflicto de interés que figuran en el folio 868 del expediente.
- c) El control tanto de SONAE INDUSTRIA como de TAFISA corresponde a Don B.M:A., y se ha acreditado la vinculación entre las empresas del grupo Santander y las empresas del grupo del Sr. M.A.
- d) La existencia de vinculación entre los dos grupos de sociedades Tafisa y Sonae Industria a la vista de la estructura accionarial y de miembros de sus órganos de administración.

Las consideraciones que fundamentan la alegación de la recurrente de que las sociedades del Grupo Santander prestan habitualmente servicios financieros a SONAE INDUSTRIA y a TAFISA, (con referencia a las manifestaciones relativas al posible conflicto de interés que figuran en el folio 868 del expediente) son las siguientes:

*"Se ha verificado la existencia de conflicto de interés respecto de otras operaciones asesoradas por el departamento de Corporate .Finance". Concretamente en el momento de aceptar el encargo de realizar el informe de valoración de Tafisa se estaba asesorando y financiando a Sonae en la OPA sobre Portugal Telecom SGPS, S.A." si bien la operación está asesorada por un equipo distinto sin posibilidad de influir en la valoración de Tafisa.*

*"Las áreas del grupo Santander distintas del departamento de Corporate Finance. que prestan servicios a empresas del grupo Sonae están formadas por otros equipos entre los que hay murallas chinas con el objeto de controlar los flujos de información".*

En primer lugar es preciso recordar que el artículo 83 de la ley 24/1988 establece:

*"1. Todas las entidades o grupos de entidades que presten servicios de inversión y las demás entidades que actúen o presten servicios de asesoramiento de inversión, en los mercados de valores tienen la obligación de establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una de éstas tome de manera autónoma sus decisiones referentes al ámbito de los mercados de valores y, asimismo, se eviten conflictos de interés.*

*En particular, estas entidades están obligadas a:*

*a. Establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas. En particular, deberán constituirse en áreas separadas, al menos, cada uno de los departamentos que desarrollen las actividades de gestión de cartera propia, gestión de cartera ajena y análisis.*

*b. Establecer adecuadas barreras de información entre cada área separada y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas.*

*c. Definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada.*

*d. Elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información.*

2. Además, todas las entidades y grupos de entidades que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados deberán comportarse de forma leal e imparcial, dejando constancia en lugar destacado en sus informes, publicaciones o recomendaciones de las vinculaciones relevantes, incluidas las relaciones comerciales, y de la participación estable que la entidad o el grupo mantenga o vaya a mantener con la empresa objeto del análisis, así como que el documento no constituye una oferta de venta o suscripción de valores.

3. El Ministro de Economía y, con su habilitación específica, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán establecer medidas de carácter obligatorio en desarrollo de este artículo y, en concreto, la obligación de que estas entidades cuenten con un reglamento interno de conducta específico para el servicio de asesoramiento de inversiones."

Estas medidas son conocidas por la doctrina como "murallas chinas" y tienen la finalidad de evitar que la información circule entre las distintas áreas de negocio de las entidades financieras, a fin de impedir que cuando unas y otras áreas de negocio puedan entrar en conflicto de interés utilicen la información que la entidad ha adquirido para otros fines. Como han puesto de manifiesto los autores, la ley no obliga a que en caso de conflicto de interés las entidades que prestan servicios de inversión dejen de actuar, lo que impone es que utilicen todas las medidas previstas por la ley para evitar que las decisiones se adopten utilizando información privilegiada: la ley ordena evitar conflictos de interés y a tal fin se ha previsto el mecanismo, de obligado cumplimiento, mediante el cual se separan las actividades y se bloquea el tránsito de la información, de manera que las distintas áreas afectadas por el conflicto funcionen como si se tratase de entidades independientes.

En el supuesto enjuiciado, no ha pasado de la mera alegación la denuncia de la actora sobre la inexistencia de tales barreras, y con esta base la Sala no puede alcanzar la conclusión pretendida por la recurrente sobre las influencias en la falta de independencia del informe de Santander Investment. Una cosa son las relaciones entre las empresas y otra cosa la alegada existencia de "flujos de información entre los departamentos o equipos del grupo Santander" que no se ha probado.

Junto a esto debe señalarse igualmente que parece lógico que la información sobre el estado de la compañía la proporcione quien está en las mejores condiciones para recopilarla, la dirección de la misma, salvo que, y no ha sido así en este caso, se hubiera demostrado que la dirección de TAFISA había aportado a la entidad que elaboró el informe información no veraz. Por otra parte, del hecho de que otras entidades del grupo Santander presten servicios a empresas de Don B.M.A. no resulta prima facie una falta de independencia, al igual que es precisamente la circunstancia de la posición accionarial de SONAE INDUSTRIA la que ha permitido la OPA de exclusión que se encuentra en el origen de este recurso.

**QUINTO.-** Antes de continuar con el examen de los motivos de impugnación debe recordarse que la autorización de la CNMV, es de carácter reglado, debiendo controlar esta Sala la concurrencia de los siguientes aspectos normativos: el art. 15 del Real Decreto 1197/1991 determina el contenido del folleto explicativo que debe acompañar a la solicitud de la preceptiva autorización, y que la contraprestación ofrecida es un elemento objetivo de la operación.

En este recurso la actuación de la CNMV se ajustó a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores y en el Real Decreto 1197/1991, respecto de la tramitación del procedimiento y la concesión de la autorización, en la oferta y el precio ofrecido, que fue superior al resultante de la aplicación de los criterios valorativos del art. 7.3 del Real Decreto. No se aprecia omisión esencial del procedimiento que pudiera justificar la declaración de nulidad de pleno derecho pretendida. En este punto hemos de distinguir dos planos, el primero referido al procedimiento administrativo, el segundo referido a la decisión de fondo de la Resolución que se dicte en el mismo. La causa de nulidad alegada hace referencia al procedimiento a través del cual se dictará la Resolución administrativa, y además al contenido de ésta. La causa de nulidad de pleno derecho por omisión del procedimiento ha sido interpretada por la jurisprudencia en el sentido de que la omisión es total, que éste no ha existido, que carece de un trámite esencial cuya ausencia lo hace inútil, o que se ha seguido con una absoluta exclusión de los interesados. Ninguna de estas causas concurre en el presente caso. No puede concluirse en consecuencia la nulidad pretendida por vicio de procedimiento.

**SEXTO.-** Respecto de la nulidad de la resolución de fondo, en la demanda se cuestiona el precio autorizado por la CNMV porque según la actora no se ajustó al valor real de la compañía criticando los criterios de valoración utilizados por Santander Investment en su informe: a juicio de la actora contiene un error esencial en la aplicación del método de Descuento de Flujos de Caja, porque la estimación de éstos habría quedado alterada por una importante infraestimación de los flujos futuros de la compañía, por omitir la existencia y efectos del crédito fiscal de TAFISA y por la exclusión de las inversiones realizadas durante 2006 en las plantas de Hornitex (Alemania) y Darbo (Iberia).

La Sala se enfrenta así a tres informes, dos realizados a instancias de una parte, y otro realizado a instancias de otra. En primer lugar, es preciso señalar que los informes del Banco Santander Investment y Nmás 1 no son propiamente informes periciales, puesto que no fueron realizados en el marco del proceso con sujeción a las normas previstas al efecto por la Ley de Enjuiciamiento Civil y la ley jurisdiccional, sino que se trata de informes de valoración elaborados en vía de procedimiento administrativo a los efectos del Real Decreto 1197/1991.

El informe realizado a instancias de la actora, ha sido elaborado mediante encargo a un perito no insaculado sino de elección de la parte, que compareció ante la Sala para ser interrogado sobre el contenido de su informe.

Es reiterada doctrina jurisprudencial que el resultado de la prueba pericial (aun cuando ha sido elaborado el informe por un perito insaculado en los autos del proceso contencioso-administrativo) no vincula a los Tribunales jurisdiccionales, pues actúan con plenitud de jurisdicción, aceptándola o rechazándola según las razones que expongan, toda vez que la valoración de la prueba ha de hacerse considerando en su conjunto todos los resultados producidos por los diferentes medios probatorios, sin olvidar que cualquiera que sea el valor preferente que a alguna de las practicadas deba atribuirse, este criterio no puede nunca llegar al extremo de que baste su individual contemplación como provistas de fuerza vinculante para el órgano decisorio, por estar éste dotado de facultades de apreciación; y, mas singularmente, que lo esencial en los dictámenes periciales no son las conclusiones, sino la línea argumental que a ellas conduce, dado que la fundamentación es la que proporciona fuerza convincente al informe. Y más concretamente ha señalado el Alto Tribunal que la discrepancia, cuando se trata de valorar, suele derivar del método utilizado y



del marcado carácter de "arte" que la técnica pericial tiene. De aquí la versatilidad de la prueba pericial y la consiguiente cautela que el Tribunal ha de tener en su apreciación, lo que justifica el empleo de reglas o principios de lógica o de sana crítica, que permitan con razonable seguridad, conocer la verdad, para decidir en consecuencia.

En este caso, el informe pericial aportado por la recurrente no desvirtúa las conclusiones alcanzadas por la Administración al autorizar la OPA litigiosa, conclusiones alcanzadas con base en los dos informes aportados por la codemandada junto con el resto de la documentación que figura unida en el expediente administrativo:

- En relación con la metodología empleada por los informes practicados en el procedimiento administrativo, y concretamente la exclusión de las inversiones realizadas por TAFISA durante 2006 en las plantas de Hornitex y Darbo, así como en relación con la omisión de la alusión a la existencia y efectos de crédito fiscal se trata de cuestiones debidamente tratadas en las contestaciones de TAFISA a distintos accionistas, y cuyo resumen figura en el informe que obra en los folios 862 y siguientes del expediente administrativo, elaborado por la Dirección General competente de la CNMV.
- En contra de la afirmación hecha por la parte demandante, se ha valorado la adquisición de Hornitex, y se ha razonado que el impacto de la adquisición de Hornitex en el año 2006 iba a ser limitado, porque se hizo efectiva a principios de julio y el endeudamiento aumenta dado que el valor de adquisición, incluyendo la deuda de la sociedad adquirida ya está pagado y consolidado en el Balance de Tafisa.
- Se analizan y contestan los efectos derivados de la joint-venture con Tarkett, señalando que si bien el inicio de las actividades industriales se produjo en el mes de octubre de 2006, el periodo de arranque presenta siempre costes adicionales y un volumen de producción que no compensa los costes fijos.
- Se considera la valoración de Darbo en el Informe del Santander y se contesta por la empresa que no se ha incluido esta compañía en el plan de negocio porque la operación está condicionada a su aprobación previa por parte de las autoridades de la competencia y el impacto adicional en cuota de mercado no se prevé que tenga un efecto significativo en la valoración.
- En cuanto a la falta de consideración de la existencia y efectos del crédito fiscal se considera en el Informe de valoración del Santander Investment, y se desarrolla el cálculo de los tipos impositivos y la utilización de los créditos fiscales del grupo Tafisa en el método del descuento de los flujos de caja.

En conclusión, a diferencia de lo que alega la parte actora, sí se han tenido en cuenta, y se han examinado y contestado dichas cuestiones, en el conjunto de la valoración. Todo ello, en relación con el estado de cosas en que se encontraba la compañía en las fechas relevantes, es decir, las de formulación y tramitación de la OPA.

El informe de Nmás 1 no hace sino cumplir con el encargo que le fue hecho, que no fue elaborar una nueva valoración total de la compañía sino, como la propia actora reconoce en cita literal "*determinar si, en opinión de Nmás 1, Santander ha aplicado adecuadamente las reglas de valoración establecidas por el apartado 3 del artículo 7 del RD 1197/1991*". Así como la determinación de si los métodos de valoración han sido los comúnmente aceptados por el mercado, si el modelo financiero empleado está correctamente construido y si las conclusiones son razonables.

Por su parte, el perito de la parte, llega a sus conclusiones precisamente con base en primer lugar en unos datos que se ha comprobado son inexactos: que el Santander Investment no tuvo en cuenta inversiones realizadas durante el año 2006, y que no incluyó el rendimiento de las mismas en los ejercicios futuros. Así lo manifestó en su comparecencia ante esta Sala aclarando que debió tenerse en cuenta la dinámica de crecimiento de la compañía, y el aumento de las valoraciones bursátiles que se estaban experimentando. Aclaró igualmente que el cálculo del EDIBTA 2007 era previsible antes de marzo de 2007.

La Sala considera que, como ponen de manifiesto la Administración y la codemandada, la valoración de los informes que se hicieron en el marco del procedimiento administrativo de presentación y tramitación de la OPA debe llevarse a cabo teniendo en cuenta, la fecha en que se realizan y las valoraciones que pueden obtenerse con fundamento en los datos de que disponían los expertos en dicha fecha. Solo con base en aquello constatable y previsible con un grado de certeza responsable pueden alcanzarse conclusiones para determinar el precio tanto los que formulan la OPA como la autoridad administrativa encargada de autorizarla, y ello con independencia de que en el futuro se confirmen o no, pues la valoración debe llevarse a cabo sobre los hechos constatados y constatables en la fecha relevante.

Procede en consecuencia desestimar este motivo de recurso.

**SEPTIMO.-** La actora alega que la obligación de la CNMV en una OPA de exclusión es la protección de los accionistas minoritarios y lo fundamenta en la previsión del art. 34 de la LMV y específicamente en su apartado 5 según el cual: *"Así, cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales, deberá promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión. 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"*. Con cita de la sentencia del Tribunal Constitucional de 16 de julio de 1997, considera que el precio mínimo de la OPA de exclusión de negociación al haber sido autorizado por la CNMV lo ha sido en violación de sus obligaciones no solo de protección del accionista minoritario sino de velar por la correcta formación del precio resultante, como establece el art. 7.3 del Real Decreto 1197.

Como colofón de los anteriores argumentos la actora considera que si la autorización de la CNMV constituye el presupuesto de eficacia de las OPAs de exclusión de la negociación bursátil y la CNMV no utilizó correctamente las facultades que tiene atribuidas por la ley (para garantizar la correcta formación del precio de la acción en protección de los accionistas minoritarios) la autorización debe declararse nula y con ello el precio de la acción de la OPA en el que resulte del informe pericial de dicha parte.

En la sentencia de 16 de julio de 1997 y en relación con el art. 34 de la LMV el Tribunal Constitucional dijo:

*"El art. 34 habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para excluir de la negociación los valores en dos supuestos distintos: en caso de incumplimiento de los índices reglamentarios de difusión o los de frecuencia y volumen de contratación, de un lado, y en caso de que así lo soliciten las entidades emisoras, de otro. En uno y otro, la facultad atribuida a la Comisión tiene por*

*finalidad proteger a los inversores, titulares de dichos valores, tanto frente a la pérdida de liquidez, por bajo de los índices que expresan el estándar de la normalidad de la negociación, como frente a la lesión que pueden sufrir como consecuencia de la exclusión de la negociación de valores por voluntad de la entidad emisora. La protección de los inversores y la garantía de la estabilidad del mercado que esta medida persigue serían ineficaces si no pudiesen procurarse desde una instancia central cual es la Comisión Nacional del Mercado de Valores, donde con criterios unitarios se ejercite esta potestad, con amplios márgenes en la apreciación de una eventual lesión de los legítimos intereses de los titulares y tenedores del valor o valores afectados por la medida. No cabe excluir que a la Comisión Nacional le quepa eliminar ciertos valores del mercado."*

La directiva 2004/25/C igualmente citada por la interesada declara que "los Estados miembros deben tomar las medidas oportunas para proteger a los titulares de los valores y en especial a los que posean participaciones minoritarias...". Dicha Directiva en su artículo 5 establece que se entenderá por 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 periodo que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce", antes de la fecha de lanzamiento de la oferta pública de adquisición.

Las cuestiones suscitadas por la recurrente fueron tratadas por el Tribunal Supremo en la sentencia de veintitrés de Mayo de dos mil cinco en los siguientes términos:

*"El principio de autorización de la oferta pública de adquisición de acciones de exclusión y la naturaleza imperativa o forzosa que representa para la Sociedad oferente, se justifica precisamente como una contrapartida institucional a la pérdida de liquidez derivada de la exclusión de la negociación bursátil, que pretende otorgar la posibilidad a los tenedores o titulares de los valores de vender sus títulos a un precio en condiciones de equitatividad mediante la obtención de una compensación justa y en metálico para los accionistas que decidan aceptarla, como enfatiza el Abogado del Estado, y evitar los perjuicios derivados al accionista minoritario por la eventual pérdida de valor de la acción que origina la reducción de su liquidez.*

*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."*

Como igualmente señaló el Alto Tribunal en aquel supuesto, en este caso no se ha desvirtuado que el precio de la acción fijado por la CNMV sea inequitativo, o arbitrario por ser manifiestamente desfavorable y contrario a los criterios fijados por el art. 7.3 del R.D. 1197/1991, no pudiendo sustituir la parte actora el precio aprobado por la CNMV en el

ejercicio de las funciones que le encomienda el ordenamiento jurídico por otro precio más favorable a los intereses de los accionistas minoritarios.

Finalmente respecto de la solicitud de condena a la CNMV a reconocer el derecho de los accionistas afectados a percibir la diferencia entre el precio cobrado por aplicación del acto administrativo impugnado y el nuevo precio resultante de la correcta formación del mismo, como igualmente señaló el Tribunal Supremo en la sentencia de 23 de mayo de 2005, la frustración de las expectativas de los accionistas minoritarios no es directamente imputable a la decisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizatoria de la Opa de exclusión, de modo que los eventuales perjuicios irrogados deben ser objeto de tutela en el orden jurisdiccional civil, de conformidad con el régimen de acciones previsto en la Ley de Sociedades Anónimas.

De todo lo anterior se deriva la procedencia de desestimar el recurso con la paralela confirmación de la resolución impugnada por su conformidad a Derecho.

**OCTAVO.-** No se aprecian circunstancias que determinen un especial pronunciamiento sobre costas, según el artículo 139.1 de la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa.

## FALLO

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

Que debemos **ADMITIR y DESESTIMAR** como **DESESTIMAMOS** el recurso contencioso-administrativo interpuesto por la representación procesal de Don R.O.M, contra la Orden de 13 de abril de 2007 dictada por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores descrita en el fundamento jurídico primero de esta sentencia, la cual confirmamos por ser conforme a derecho. Sin efectuar condena al pago de las costas.

Al notificarse la presente sentencia se hará la indicación de recursos que previene el artículo 248.4 de la Ley Orgánica 6/1985 de 1 de julio, del Poder Judicial .

Así por esta nuestra Sentencia, testimonio de la cual será remitido en su momento a la Oficina Pública de origen, a los efectos de legales oportunos, junto con el expediente de su razón, en su caso, lo pronunciamos, mandamos y firmamos.