

## **El Tribunal Supremo avala el acuerdo de la CNMV de 2016 que autorizó la OPA de exclusión de Cementos Portland presentada por FCC**

**La Sala de lo Contencioso Administrativo del Tribunal Supremo ha avalado en una sentencia el acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 22 de diciembre de 2016, por el que se autorizó la OPA de exclusión de Cementos Portland Valderrivas presentada por Fomento de Construcciones y Contratas.**

Órgano: Tribunal Supremo. Sala de lo Contencioso

Sede: Madrid

Sección: 3

Fecha: 23/11/2020

Nº de Recurso: 4333/2019

Nº de Resolución: 1582/2020

Procedimiento: Recurso de casación

Ponente: FERNANDO ROMAN GARCIA

Tipo de Resolución: Sentencia

### **TRIBUNAL SUPREMO**

#### **Sala de lo Contencioso-Administrativo**

#### **Sentencia**

En Madrid, a 23 de noviembre de 2020.

Esta Sala ha visto los recursos de casación n.º 4333/2019 interpuestos, de una parte, por Fomento de Construcciones y Contratas, S.A., y por Cementos Portland Valderrivas, S.A., ambos representados por la procuradora D.ª Consuelo Rodríguez Chacón, bajo la dirección letrada de D.ª Cristina Vidal Otero; y, de otra parte, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, representada y defendida por el Abogado del Estado, contra la sentencia de fecha 5 de abril de 2019, dictada por la Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-administrativo de la Audiencia Nacional en el recurso contencioso-administrativo n.º 143/2017.

Ha sido parte recurrida D. Juan Ignacio., representado por la procuradora D.ª María Concepción Moreno Barreda Rovira, bajo la dirección letrada de D. Eduardo Sebastián de Erice y D. Santiago Rodríguez Bajón.

Ha sido ponente el Excmo. Sr. D. Fernando Román García.

#### **ANTECEDENTES DE HECHO**

PRIMERO.- La representación procesal de D. Juan Ignacio., accionista de la entidad Cementos Portland Valderrivas, S.A., interpuso recurso contencioso-administrativo contra el Acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 22 de diciembre de 2016, por el que se autorizó la

oferta pública obligatoria de adquisición de acciones (OPA) de exclusión de la sociedad Cementos Portland Valderrivas, S.A., presentada por la compañía Fomento de Construcciones y Contratas, S.A., el día 29 de julio de 2016 y admitida a trámite el 10 de agosto de 2016.

SEGUNDO.- La Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-administrativo de la Audiencia Nacional, dictó sentencia en fecha 5 de abril de 2019, cuyo fallo literalmente establecía (aclarada posteriormente en auto de fecha 16 de abril de 2019 en lo relativo a las costas):

“Que estimamos el presente recurso interpuesto por D. Juan Ignacio., y anulamos la actuación administrativa impugnada en los términos expresados en el fundamento jurídico quinto de esta sentencia.

Condenamos a la demanda al pago de las costas.” TERCERO.- Contra la referida sentencia preparó sendos recursos de casación la representación de la entidad Fomento de Construcciones y Contratas, S.A., y de la entidad Cementos Portland Valderrivas, S.A, así como el Abogado del Estado, en representación de la CNMV, que la Sala de instancia tuvo por preparados en auto de fecha 25 de junio de 2019, con emplazamiento de las partes para su comparecencia ante este Tribunal Supremo y remisión de las actuaciones.

CUARTO.- La Sección de Admisión de la Sala Tercera del Tribunal Supremo en -auto de fecha 13 de marzo de 2020- declaró que la cuestión planteada en el recurso que presentaba interés casacional objetivo para la formación de la jurisprudencia consistía en precisar y complementar nuestra jurisprudencia a fin de determinar:

“[...] (i) Si, en el caso de que el informe de valoración de los administradores de una sociedad, a que hace referencia el artículo 82.3, segundo párrafo, del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), asuma o se fundamente en el elaborado por un experto independiente, la existencia de un eventual conflicto de intereses de éste, por mantener otros vínculos profesionales con las entidades implicadas en la operación de oferta pública de adquisición, le impiden intervenir como tal experto.

(ii) Si entre los diferentes métodos de valoración del precio ofrecido en la OPA, contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, debe entenderse que existe alguna prelación; y, (iii) Si la Comisión Nacional del Mercado de Valores puede exigir la utilización de un método de valoración concreto en el informe de valoración.

Todo ello, sin perjuicio de que la sentencia haya de extenderse a otras cuestiones o normas si así lo exigiere el debate finalmente trabado en el recurso. Y, a tal efecto, dicho auto, identifica: “[...] como normas jurídicas que, en principio, serán objeto de interpretación: los artículos 82.3, segundo párrafo, y 229 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), y el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Todo ello, sin perjuicio de que la sentencia haya de extenderse a otras cuestiones o normas si así lo exigiere el debate finalmente trabado en el recurso.” QUINTO.- Admitidos a trámite los recursos, la representación procesal de las entidades Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. y Cementos Portland Valderrivas, S.A., formalizó la interposición de los recursos de casación anunciados en sendos escritos presentados el 8 de julio de 2020, en los que, tras exponer los motivos de impugnación que consideró oportunos, solicitó que se dictara sentencia por la que, estimando los recursos de casación, casara y anulara la sentencia recurrida, y:

“[...] 1.º) fije la interpretación de las normas estatales sobre las que se ha considerado necesario el pronunciamiento del Tribunal Supremo en el Auto de Admisión a trámite declarando así mismo que: (i) Que, cuando el informe de valoración de los administradores de una sociedad al que hace

referencia el artículo 82.3, segundo párrafo, del TRLMV, asuma o se fundamente en el elaborado por un experto independiente, la existencia de un eventual conflicto de intereses de éste, por mantener otros vínculos profesionales con las entidades implicadas en la operación, siempre que se haya comunicado tal conflicto y se hayan observado los requisitos organizativos previstos en el artículo 229 del TRLMV, y no se materialice el conflicto, no le impide intervenir como tal experto.

(ii) Que, entre los diferentes métodos de valoración del precio ofrecido en la Oferta de exclusión, contenidos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007, no existe ninguna prelación debiendo aplicarse conjuntamente, en cada caso concreto, los métodos que se estimen procedentes y con justificación de la relevancia de cada uno de ellos; y, (iii) Que la CNMV no puede exigir la utilización de un método de valoración concreto en el informe de valoración sin perjuicio de que, en el ejercicio de sus facultades, pueda actuar con un margen de apreciación técnica relevante.

2.º) resuelva las cuestiones y pretensiones deducidas en el proceso, desestimando el recurso contencioso administrativo interpuesto por D. Juan Ignacio., y declarando, en consecuencia, conforme a Derecho el Acuerdo de 22 de diciembre de 2016, adoptado por el Consejo de la CNMV por el que se autorizó la oferta de exclusión de Cementos Portland Valderrivas, S. A., dejando sin efecto la imposición de las costas de la primera instancia de conformidad con el artículo 139 de la LJCA.” Asimismo, el Abogado del Estado interpuso recurso de casación en escrito presentado el 13 de julio de 2020 suplicando que: “[...] teniendo por presentado este escrito y sus copias, admita este escrito mediante el que se interpone recurso de casación, y lo estime, ratificando la doctrina que proponemos en nuestro F III, con desestimación del recurso contencioso interpuesto en la instancia, y confirmando el Acuerdo del Consejo de la CNMV de 22 de diciembre de 2016, por el que se autoriza la OPA de exclusión de CPV con imposición de las costas de la instancia al recurrente.” SEXTO.- Por providencia de fecha 14 de julio de 2020 se dió traslado de los escritos de interposición a la parte recurrida para que pudiera oponerse, lo que así hizo la representación de D. Juan Ignacio. en escrito presentado el 26 de agosto de 2020 en el que, tras las alegaciones que estimó convenientes a su derecho, terminó suplicando: “[...] que, teniéndome por opuesta a los recursos de casación formulados, tramite el proceso y, tras el desarrollo del mismo, dicte sentencia que DESESTIME los referidos recursos de casación, confirmando la sentencia impugnada.” SÉPTIMO.- De conformidad con el artículo 92.6 de la Ley de la Jurisdicción, y considerando innecesaria la celebración de vista pública atendiendo a la índole del asunto, mediante providencia de fecha 1 de septiembre de 2020 quedó el recurso concluso y pendiente de señalamiento para votación y fallo.

OCTAVO.- Por providencia de fecha 24 de septiembre de 2020 se designó nuevo magistrado ponente al Excmo.

Sr. D. Fernando Román García y se señaló para votación y fallo de este recurso el día 3 de noviembre de 2020, fecha en que tuvo lugar el acto.

## FUNDAMENTOS DE DERECHO

PRIMERO.- Objeto del presente recurso de casación.

En el presente recurso de casación se impugna la sentencia dictada el 5 de abril de 2019 por la Sección Tercera de la Audiencia Nacional, que estimó el recurso contencioso-administrativo n.º 143/2017.

Este último recurso había sido interpuesto por Don Juan Ignacio., accionista minoritario de la entidad Cementos Portland Valderrivas, S.A. (en adelante CPV), contra el acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) de 22 de diciembre de 2016, por el que se autorizó la Oferta Pública Obligatoria de Adquisición de Acciones (OPA) de exclusión de la sociedad CPV, presentada por la compañía Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. (en adelante FCC).

Disconformes con la citada sentencia de la Audiencia Nacional, han interpuesto sendos recursos de casación contra ella las representaciones de CPV y FCC, así como la Abogacía del Estado, en la representación que legalmente ostenta de la CNMV.

SEGUNDO.- Aspectos relevantes de la sentencia impugnada en casación.

I. Los antecedentes fácticos tenidos en cuenta por la Sala de instancia aparecen recogidos en el Fundamento Cuarto de la sentencia impugnada en los siguientes términos:

" CUARTO.- El demandante es titular de 394.089 acciones de la sociedad más arriba referida, afectada por la oferta pública de adquisición de exclusión autorizada por la CNMV cuyo origen está en la oferta pública de adquisición que Control Empresarial de Capitales S.A. de C.V. ("CEC"), filial de la inversora Carso, S.A. de C.V.

("CARSO"), del grupo mejicano de Edemiro lanzó previamente sobre el 100 % de "FCC" al haber alcanzado un porcentaje de derechos de voto superior al 30 %. La participación alcanzada por CARSO, a través de su filial CEC, en FCC, tras dicha oferta pública de adquisición, aumentó hasta el 61,11 %, lo cual suponía una toma de control indirecto sobrevenido de CARSO en CPV porque FCC poseía el 77,93 % del capital de esta última, lo que hubiera obligado a CARSO a lanzar una OPA obligatoria sobre el 100 % del capital de CPV. Pero, en vez de ello, el 4 de marzo de 2015 CARSO anunció su propósito de proponer al Consejo de Administración de FCC la realización de una oferta de exclusión de CPV al precio de 6 euros por acción. La oferta fue aprobada por el Consejo de Administración de FCC el 24 de mayo de 2016 por su Junta de Accionistas. El 30 de junio de 2016 FCC hizo el anuncio previo de OPA de exclusión sobre el 100 % de CPV. El 29 de julio de 2016 FCC presentó ante la CNMV la OPA de exclusión. En el folleto explicativo ofrece como precio de adquisición de las acciones de CPV la cantidad de 6 euros por acción. El 10 de agosto de 2016 la OPA de exclusión lanzada por FCC fue admitida a trámite por la CNMV. El 22 de diciembre de 2016 la OPA de exclusión fue autorizada por la CNMV en los términos en su día ofrecidos por FCC: 6 euros por acción. El plazo de aceptación voluntaria por los accionistas de CPV de la OPA ya autorizada vencía el 30 de diciembre de 2016, que fue prorrogado por la CNMV hasta el 13 de febrero de 2017. En el folleto explicativo de la OPA se preveía la realización de compras forzosas si concurrían ciertas condiciones. El 22 de febrero de 2017 FCC comunicó, como hecho relevante que no habían concurrido las condiciones previstas para proceder a dicha compra forzosa ".

II. Y las razones que llevaron a la Sala de instancia a estimar el recurso se condensan, principalmente, en el Fundamento Quinto de la sentencia ahora impugnada.

En ese Fundamento -como se recoge en el auto de admisión del presente recurso de casación- la Sala de instancia, tras reproducir los artículos 5 de la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril, relativa a las ofertas públicas de adquisición, y el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, puso de manifiesto que el informe de valoración, realizado por el Banco de Santander, utilizó, para determinar el precio equitativo de la OPA, el método referido al "descuento de flujo de caja", que concluyó en la fijación de un precio equitativo de 6 euros por acción, lo que fue confirmado por la CNMV.

Añade la Sala a quo que no se justifica por qué no se exigió por la CNMV la utilización del método de valoración del precio equitativo - artículo 9- consistente en el "valor teórico contable", utilizado otras veces y siempre considerado adecuado por la CNMV. Y señala que el apartado 5 del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio, recoge el método de flujo de caja entre los métodos de carácter residual.

En segundo lugar, la Sala relata en su sentencia que el Banco de Santander es el agente global de la financiación de FCC, avalista de la OPA sobre FCC y asume la función de intermediario y liquidador de la OPA sobre CPV, de cuyas circunstancias deduce que es razonable que el Banco tuviera un especial

interés en que el precio de la OPA fuera lo más bajo posible. En consecuencia, afirmando la existencia de un conflicto de intereses, que no puede soslayarse aduciendo la existencia de departamentos o divisiones distintas dentro de la organización de la entidad, concluye la Sala que la actuación del Banco de Santander al emitir el informe carece de objetividad y equidad, por no haber actuado bajo el principio de protección al accionista minoritario y, con base en ello, estima el recurso contencioso-administrativo.

TERCERO.- Alegaciones y pretensiones de las partes.

I. Las recurrentes CPV y FCC han formulado sus respectivas alegaciones y pretensiones en términos sustancialmente idénticos.

En esencia, sostienen que las infracciones en que ha incurrido la sentencia impugnada son consecuencia de la vulneración del carácter reglado del procedimiento de autorización de ofertas de exclusión y, en particular, de las normas sobre fijación del precio así como de la función que la CNMV desempeña en el mismo.

Y, en coherencia, destacan como elementos centrales de su argumentación los siguientes:

(i) El Banco de Santander informó a la CNMV tanto de la existencia de diferentes servicios en el contexto de la Oferta de Exclusión que podrían implicar potenciales conflictos de interés, como de las medidas adoptadas para su elusión, sin que haya resultado probada la existencia de un conflicto de interés efectivo que invalide su condición de experto independiente;

(ii) En el Informe de valoración, y su posterior actualización, se aplicaron una pluralidad de métodos de valoración, todos ellos comúnmente aceptados, sin que de las normas resulte orden de prelación o preferencia alguna entre los métodos que enumera, a título meramente ejemplificativo como *numerus apertus*, el RD 1066/2007. Adicionalmente, tres expertos independientes validaron la metodología aplicada y la razonabilidad del valor dado a CPV;

(iii) La CNMV ha actuado con la diligencia e independencia que le resulta exigible por cuanto ha requerido cuanta información y aclaraciones ha estimado precisas para proteger los intereses legítimos de los accionistas minoritarios sin que esté facultada para exigir la aplicación de un determinado método de valoración.

Y, con base en las alegaciones que desarrollan en sus respectivos escritos, finalizan solicitando que se "dicte Sentencia por la que, estimando el presente recurso de casación, case y anule la sentencia recurrida, y:

1.º) fije la interpretación de las normas estatales sobre las que se ha considerado necesario el pronunciamiento del Tribunal Supremo en el Auto de Admisión a trámite declarando así mismo que:

(i) Que, cuando el informe de valoración de los administradores de una sociedad al que hace referencia el artículo 82.3, segundo párrafo, del TRLMV, asuma o se fundamente en el elaborado por un experto independiente, la existencia de un eventual conflicto de intereses de éste, por mantener otros vínculos profesionales con las entidades implicadas en la operación, siempre que se haya comunicado tal conflicto y se hayan observado los requisitos organizativos previstos en el artículo 229 del TRLMV, y no se materialice el conflicto, no le impide intervenir como tal experto.

(ii) Que, entre los diferentes métodos de valoración del precio ofrecido en la Oferta de exclusión, contenidos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007, no existe ninguna prelación debiendo aplicarse conjuntamente, en cada caso concreto, los métodos que se estimen procedentes y con justificación de la relevancia de cada uno de ellos; y, (iii) Que la CNMV no puede exigir la utilización de un método de valoración concreto en el informe de valoración sin perjuicio de que, en el ejercicio de sus facultades, pueda actuar con un margen de apreciación técnica relevante.

2.º) resuelva las cuestiones y pretensiones deducidas en el proceso, desestimando el recurso contencioso administrativo interpuesto por D. Juan Ignacio., y declarando, en consecuencia, conforme a Derecho el Acuerdo de 22 de diciembre de 2016, adoptado por el Consejo de la CNMV por el que se autorizó la oferta de exclusión de Cementos Portland Valderrivas, S. A., dejando sin efecto la imposición de las costas de la primera instancia de conformidad con el artículo 139 de la LJCA ".

II. La Abogacía del Estado, en la representación que legalmente ostenta de la CNMV, se refiere en su escrito a las cuestiones planteadas en el auto de admisión en los términos que -de forma resumida- exponemos a continuación:

En primer lugar, niega que pueda existir el conflicto de intereses al que alude la sentencia impugnada, toda vez que a quien la ley exige la presentación del informe es a los administradores de la sociedad, no a los expertos -sean o no independientes- que pudieran haber intervenido en su realización y son aquéllos los que asumen la responsabilidad por el contenido del informe.

Respecto de esta primera cuestión también alega, con carácter subsidiario, que en caso de que se considerase que debe tenerse en cuenta ese potencial conflicto, debería declararse que la adecuada gestión del mismo, a través de las llamadas "murallas chinas" u otras medidas suficientes a juicio de la CNMV, permite a los administradores utilizar dicho informe, siempre que éste se ajuste a los requisitos del artículo 10.5 y 6 RDOPAS.

En segundo lugar, reprocha a la sentencia impugnada que haya asignado una indebida prevalencia al valor teórico contable (VTC), señalando que, por el contrario, " la interpretación correcta de los preceptos aplicables supone que, no existiendo el precio equitativo fijado conforme al art. 9, el art. 10.6 RDOPAS obliga a fijarlo tomando en cuenta de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el apartado 10.5, entre los cuales está tanto el VTC como el DFC, y otros métodos diversos, incluidos métodos no enunciados pero aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, sin que exista prevalencia alguna entre ellos fijada por la norma".

Y, al respecto, añade: " No se cuestiona en nuestro caso la inaplicabilidad del 9.1 RDOPAS, al no existir transacciones relevantes en los 12 últimos meses. Ello implica que, conforme al artículo 10.6, deba aplicarse el que resulte de "tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el apartado 5".

En tercer lugar, en cuanto a si la CNMV puede exigir la utilización de un método de valoración concreto en el informe de valoración, tras advertir que no formuló dicha cuestión en su recurso, sostiene:

" No obstante, y como hemos señalado, la CNMV puede pedir cuantas aclaraciones considere oportunas en examen de la solicitud de autorización de la OPA, incluso, porejemplo, pedir que se haga un informe valorativo con una determinada metodología, o se complemente de este modo el inicialmente presentado por los administradores; pero ello no exige pronunciamiento casacional alguno, pues está previsto en el art. 21.1 RDOPAS.

Lo que no podría realizar la CNMV, porque sería contrario al art. 10.5 y 6 del RDOPAS, es autorizar una opa de exclusión sin que se presente un informe de valoración de los administradores que "tome en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el apartado 5" del art. 10, justificando el precio final sobre la base de dicha toma en consideración".

Finaliza su escrito solicitando que se dicte doctrina conforme a las alegaciones mencionadas, estimando el recurso de casación, con desestimación del recurso contencioso interpuesto en la instancia, y confirmando el Acuerdo del Consejo de la CNMV de 22 de diciembre de 2016, por el que se autoriza la OPA de exclusión de CPV con imposición de las costas de la instancia al recurrente.

III. D. Juan Ignacio., en su condición de parte recurrida, se opone a los recursos de casación interpuestos alegando, en síntesis, lo siguiente:

En primer lugar, con carácter previo, que la cuestión objeto de este debate no es normativa, sino fáctica, ajena, por tanto a la revisión casacional, y añade: " (...) no nos encontramos ante una interpretación polémica de una determinada norma, tal y como ahora pretenden hacer valer las recurrentes con el único objetivo de lograr una segunda decisión sobre una litis, cuya estimación no tenían prevista (de ahí que en la instancia ni tan siquiera propusieran un contra dictamen pericial que criticara el aportado por esta representación), pues lo cierto es que en este tipo de grandes operaciones lo más habitual, salvo contadas excepciones, es que el accionista minoritario acabe aceptando las condiciones que se le imponen por los organizadores -con arreglo a sus propios intereses-- de la Opa en cuestión". Por ello, concluye, " dada la función de profilaxis normativa del recurso de casación, el presente recurso, en cuanto, como decimos, afecta en realidad a una cuestión meramente de hecho, debería ser desestimado, pues en el caso concreto no se vislumbra u observa ninguna duda sobre interpretación o aplicación del derecho afectado".

Respecto de la primera cuestión suscitada en el auto de admisión alega que la presencia de un conflicto de interés, tal y como la Sala de instancia apreció en el caso concreto, inhabilita al experto a intervenir en la valoración de la sociedad afectada por la operación y ello porque así lo obliga el principio general de protección del accionista y de todos los agentes implicados que incorpora la legislación del mercado valores y, en concreto, la regulación armonizada comunitaria y nacional referida a las operaciones de adquisición de acciones.

Añade que en este caso quien contrató a Santander fue CEMENTOS PORTLAND (a solicitud de FCC), por lo que Santander se debe a todos los accionistas de CEMENTOS PORTLAND, mayoritarios y minoritarios, no pudiendo anteponer el interés de uno al de los otros.

Y, alega, es claro que si el experto valorador está afectado en una determinada operación del calado de una Opa por un conflicto de intereses, esa afección le impide intervenir como tal experto pues impide, dificulta o arroja una sólida sombra de parcialidad sobre una actuación que debe estar presidida por la objetividad y la equidad, según exige el marco normativo. En el caso que nos ocupa el conflicto de intereses del experto (Banco Santander) era claro y determinante, pues no estábamos ante una mera relación profesional previa, producto del tráfico más usual, sino que el Banco Santander había asumido a la vez funciones muy cualificadas y determinantes para su negocio, como son la de financiador y avalista de la compañía que llevó a cabo la Opa, esto es, FCC, así como la función de valorador del precio de esa Opa, lo que determinó que se generara un sesgo de parcialidad o interés vinculado entre ambas funciones, pues el precio de la Opa tendría consecuencias en la recuperación de la financiación previamente otorgada a la compañía oferente.

Respecto de la segunda cuestión, manifiesta no alcanzar a apreciar la relevancia que pudiera tener esta cuestión con respecto a la sentencia impugnada, pues la ratio decidendi de ésta no descansa en un reproche al método de valoración utilizado por dicho experto, sino en el conflicto de intereses detectado en el Banco Santander, sin perjuicio de lo cual, sostiene que no hay duda de que el apartado e) del artículo 10.5 del RD 1066/2007 es residual.

Y con respecto a la tercera y última cuestión de interés casacional planteada en este recurso, esto es, si la Comisión Nacional del Mercado de Valores puede exigir la utilización de un método de valoración concreto en el informe de valoración, alega que la sentencia de instancia no exige en ningún caso un determinado método de valoración.

Ello no obstante, manifiesta que es claro que la CNMV en cuanto órgano eminentemente técnico, y atendiendo a la posición que guarda en los procedimientos de Opa, sí podría pronunciarse sobre un determinado, método de valoración, como ya ha hecho en alguna ocasión y señala: " Por todo ello,

debemos considerar que, en efecto, atendiendo a las circunstancias del caso concreto, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dispone de habilitación legal para exigir la utilización de un método de valoración concreto o la justificación sobre la no utilización del mismo".

Finaliza su escrito la parte recurrida solicitando que la Sala dicte sentencia fijando doctrina de acuerdo con sus alegaciones, desestimando los recursos de casación y confirmando la sentencia impugnada.

CUARTO.- Doctrina sobre las cuestiones de interés casacional.

La respuesta a las cuestiones suscitadas por la Sección Primera en el auto de admisión dictado en fecha 13 de marzo de 2020 es la siguiente:

I. Si, en el caso de que el informe de valoración de los administradores de una sociedad, a que hace referencia el artículo 82.3, segundo párrafo, del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), asuma o se fundamente en el elaborado por un experto independiente, la existencia de un eventual conflicto de intereses de éste, por mantener otros vínculos profesionales con las entidades implicadas en la operación de oferta pública de adquisición, le impiden intervenir como tal experto.

El artículo 82 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) establece lo siguiente:

"Artículo 82. Exclusión de negociación voluntaria.

1. La exclusión de la negociación de un instrumento financiero en un mercado secundario oficial 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 secundarios oficiales, deberá promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión.

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

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

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá dispensar de la obligación de formular una oferta pública de adquisición en aquellos supuestos en los que mediante otro procedimiento equivalente se asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de acciones afectadas por la exclusión, así como de los correspondientes a los titulares de las obligaciones convertibles y demás valores que den derecho a su suscripción.

5. En caso de oferta previa a la exclusión de negociación, el límite de adquisición de acciones propias establecido en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, para las sociedades cotizadas en un mercado secundario oficial será el 20 por ciento del capital social.

Si como consecuencia de la realización de la oferta, las acciones propias superasen este límite, deberán ser amortizadas o enajenadas en el plazo de un año.

6. Reglamentariamente se establecerán las condiciones para la fijación del precio y demás requisitos de las ofertas públicas previstas en este apartado".



Del tenor literal del precepto transcrito se deduce con claridad la respuesta a la cuestión planteada. Lo que la normativa exige en el supuesto del artículo 82.3 es que, al tiempo de la convocatoria de los órganos sociales que deban aprobar la oferta, los administradores de la sociedad pongan a disposición de los titulares de los valores afectados un informe en el que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido.

En ningún caso cabe deducir del referido precepto que ese informe deba ser necesariamente elaborado por un experto (sea o no independiente). Parece obvio, sin embargo, que en una materia técnicamente tan compleja como la que ahora contemplamos, los administradores se sirvan de expertos para elaborar el citado informe, pero la obligación que la ley establece tiene como claros destinatarios a los administradores de la sociedad y serán éstos, en todo caso, quienes asuman la responsabilidad que pueda derivarse de la presentación del mencionado informe y de su contenido, con independencia de que en la elaboración de éste hayan intervenido o no expertos designados por aquéllos.

La consecuencia que, con toda naturalidad, se desprende de lo expuesto es la siguiente: si legalmente los responsables del informe son, en todo caso, los administradores, resulta jurídicamente irrelevante el hecho de que, eventualmente, los expertos que hubieran intervenido materialmente en la elaboración del informe (que habitualmente se integran en empresas o entidades financieras) pudieran estar afectados por un "conflicto de intereses" por mantener otros vínculos profesionales con las entidades implicadas en la operación de oferta pública de adquisición.

Por ello, la Ley del Mercado de Valores no prohíbe la prestación de servicios por estas empresas o entidades cuando puedan estar afectadas por un conflicto de intereses aunque, para preservar la máxima transparencia y limpieza en un sector tan sensible y trascendente para la economía, se establezcan medidas (como las denominadas "murallas chinas") a fin de evitar que se produzca un flujo o tráfico de información privilegiada entre las distintas áreas o departamentos de esas empresas o entidades que prestan sus expertos para la elaboración de los referidos informes.

Adicionalmente, cabe señalar que lo verdaderamente relevante es que el informe que se presente por los administradores (con independencia de quien lo haya elaborado materialmente) contenga una justificación detallada de la propuesta y del precio ofrecido, porque esto es lo que permite asegurar una adecuada protección de los intereses de los titulares de los valores afectados y, singularmente, de los accionistas minoritarios, finalidad que está ínsita en la norma y a la que también debe orientar su actividad la CNMV.

II. Si entre los diferentes métodos de valoración del precio ofrecido en la OPA, contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, debe entenderse que existe alguna prelación.

El artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores establece lo siguiente:

"Artículo 10. Oferta por exclusión. (...) 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.

(...)"

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.

III. Si la Comisión Nacional del Mercado de Valores puede exigir la utilización de un método de valoración concreto en el informe de valoración.

La normativa reguladora del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores -singularmente en la modalidad prevista en el artículo 82.3 del TRLMV- asigna a la CNMV una función de supervisión que cabe calificar de esencial con el fin de garantizar el debido cumplimiento del procedimiento establecido al efecto.

La observancia de este procedimiento es de evidente importancia, a la vista de la enorme trascendencia que su resultado puede llegar a tener para la economía nacional.

Para que la CNMV pueda desempeñar de forma eficaz esa función, la normativa le atribuye una serie de facultades, cuyo ejercicio le permitirá pronunciarse fundadamente sobre la oferta, optando por la autorización o por la denegación de ésta, tras constatar:

(i) Si los administradores de la sociedad han cumplido su obligación de informar -con suficiencia y transparencia- a los titulares de los valores afectados acerca de las condiciones de la propuesta y del

precio ofrecido, ajustándose en la realización del informe (que se unirá al folleto explicativo de la oferta) a los criterios establecidos normativamente.

(ii) Y, en segundo término, si los socios han dispuesto de toda la información necesaria para decidir si permanecen en la sociedad excluida de cotización o si venden sus títulos, de manera que la exclusión pueda -en su caso- ser aprobada por los propios accionistas, debidamente informados, en Junta General.

En este sentido, el artículo 21.1 RD 1066/2007 establece que la CNMV, tras examinar el folleto presentado y la documentación complementaria (a la que se refiere el artículo 20), autorizará o denegará la oferta, si bien autoriza a la CNMV a recabar del oferente la aportación de la información adicional que considere necesaria.

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.

QUINTO.- Aplicación de la referida doctrina al caso enjuiciado.

La proyección de la doctrina que acabamos de establecer nos conduce a la estimación de los recursos ahora examinados.

En efecto, de la lectura de la sentencia impugnada se deduce que la Sala de instancia alcanzó la conclusión de que la CNMV no debió autorizar la OPA en cuestión basándose, fundamentalmente, en tres razones:

(i) El Banco Santander, entidad que realizó el informe a que se refiere el artículo 82.3 del TRLMV, estaba afectado por un conflicto de intereses, al ser el Agente Global de la financiación de FCC, avalista de la OPA sobre FCC y, también intermediario y liquidador de la OPA sobre CPV.

(ii) No se justifica por qué la CNMV no exigió la utilización del método de valoración del valor teórico contable (VTC).

(iii) El método de valoración de descuentos de flujos de caja se encuentra entre los métodos de carácter residual [ artículo 10.5.e del RD 1066/2007].

Pues bien, conforme a la doctrina que hemos establecido en el Fundamento precedente es claro que, aunque la Sala de instancia haya considerado probado que el Banco de Santander estaba afectado por un conflicto de intereses, ese dato no es relevante para invalidar la decisión de la CNMV de autorizar la OPA, pues lo que no ha quedado acreditado es que los administradores de la sociedad, que asumieron e hicieron suyo el informe emitido a su instancia por el Banco de Santander, estuvieran afectados por un conflicto de intereses, extremo que, a diferencia del anterior, sí que podría -en su caso- tener relevancia a los efectos que ahora interesan.

Pero, además, las otras dos razones esgrimidas por la Sala de instancia tampoco pueden servir para invalidar la decisión autorizatoria de la CNMV.

Así, la CNMV no estaba obligada a justificar por qué no exigió la utilización de un método de valoración concreto, en este caso el del VTC. A este respecto, debe tenerse en cuenta, de entrada, que no existe un orden de prelación entre los métodos referidos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007. Y, además, que la función de la CNMV consiste -como bien recuerda la Abogacía del Estado- en valorar el informe de la sociedad que se excluye, que es el que conforme al último inciso del artículo 10.5 (" En el informe se justificará la relevancia respectiva de cada uno de los métodos empleados en la valoración") 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.

Por otra parte, debe tenerse en cuenta que la CNMV no se limitó en este caso a aceptar el primer informe de valoración, sino que exigió una actualización del mismo (cumplimentada el 11 de noviembre de 2016) y que, posteriormente, se remitió por CPV un informe final actualizado en fecha 1 de diciembre de 2016.

Asimismo, debe tomarse en consideración que, a solicitud del Consejo de Administración de la sociedad oferente FCC, se emitieron dos fairness opinion (opiniones teóricamente independientes y expertas, de agentes externos, en este caso Ernst & Young S.L., y Rothschild S.A.), que mostraron su conformidad con el precio de la OPA.

Finalmente, también debe destacarse que la decisión de autorizar la OPA estuvo precedida del Informe al Consejo de la CNMV de 13 de diciembre de 2016, en el que se analizaba la justificación del precio de la oferta, considerando todos los métodos de valoración recogidos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007.

En consecuencia, no habiendo quedado acreditado que la actuación de la CNMV se apartara de las exigencias normativas en cuanto a los extremos considerados por la sentencia impugnada y sí, por el contrario, que la decisión de la CNMV de autorizar la OPA constituye el resultado lógico de lo actuado en el procedimiento, esta Sala no aprecia la concurrencia de motivo alguno para invalidar la decisión de la CNMV de autorizar la operación cuestionada.

SEXTO.- Estimación de los recursos de casación presentados. Costas.

A la vista de lo expuesto en el fundamento precedente, procede declarar haber lugar a la estimación de los recursos presentados por las entidades CPV y FCC, así como por la CNMV y, en consecuencia, anulamos la sentencia impugnada.

Asimismo, declaramos procedente la desestimación del recurso contencioso-administrativo interpuesto en su día por D. Juan Ignacio. con base en las razones expresadas en esta sentencia y, en consecuencia, confirmamos el Acuerdo adoptado por el Consejo de la CNMV de fecha 22 de diciembre de 2016, por el que se autorizó la OPA de exclusión de CPV, presentada por FCC.

Con arreglo a lo previsto en los artículos 93.4 y 139.1 LJCA, disponemos que, en cuanto a las costas del presente recurso de casación, cada parte abone las causadas a su instancia y las comunes por mitad, al no apreciar la Sala que ninguna de las partes haya actuado con mala fe o temeridad; y, respecto de las costas de instancia, deben imponerse a D. Juan Ignacio. al ser desestimado su recurso.

## FALLO

Por todo lo expuesto, en nombre del Rey y por la autoridad que le confiere la Constitución, esta Sala ha decidido tras fijar la doctrina correspondiente conforme a lo expresado en el Fundamento Cuarto:

- 1) Haber lugar y estimar el recurso de casación n.º 4333/2019 interpuesto por la representación procesal de Fomento de Construcciones y Contratas, S.A., Cementos Portland Valderrivas, S.A., y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, representada por el Abogado del Estado, contra la sentencia de fecha 5 de abril de 2019, dictada por la Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-administrativo de la Audiencia Nacional en el recurso contencioso-administrativo n.º 143/2017 y, en consecuencia, casar y anular la sentencia impugnada.
- 2) Desestimar el recurso contencioso-administrativo n.º 143/2017 interpuesto por D. Juan Ignacio. contra el Acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 22 de diciembre de 2016 por el que se autorizó la OPA de exclusión de CPV, presentada por FCC, que se confirma.
- 3) Imponer las costas del recurso de casación y de la instancia conforme al último fundamento de Derecho.

Notifíquese esta resolución a las partes e insértese en la colección legislativa.

Así se acuerda y firma.

D. Eduardo Espín Templado D. José M. Bandrés Sánchez-Cruzat D. Eduardo Calvo Rojas D.<sup>a</sup> M.<sup>a</sup> Isabel Perelló Doménech D. José M.<sup>a</sup> del Riego Valledor D. Diego Córdoba Castroverde D. Fernando Román García PUBLICACIÓN.- Leída y publicada fue la anterior sentencia por el Magistrado Ponente Excmo. Sr. D. Fernando Román García, estando la Sala celebrando audiencia pública, lo que, como Letrado de la Administración de Justicia, certifico.