

SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 20 DE MAYO DE 2022

Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª

Recurso nº: 1663/2019
Ponente: D. José Félix Méndez Canseco
Acto impugnado: Resolución del Consejo de la CNMV de 9 de julio de 2019.
Fallo: Desestimación

Madrid, a veinte de mayo de dos mil veintidós.

Visto el recurso contencioso-administrativo que ante esta Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional y bajo el número 1663/2019, se tramita a instancia de Don JII, Don JSC, Don LGB, Doña DHH, Don FRC, Doña MGC, Doña MCG, Don FCF, Don IAP, Don JCG, Don JBA, Don PTL, Doña MHF, Don LAB, Don LAC, Don MPS, Don LCL, Don LSB, Don MSR, Don JCL, Doña MON, Don ISF, Don ASJ, Doña MSJ, Don EBM, Don JDC, Don FBM, Don FLG, Don JFV, Don JFS, Don JHL, Don JTS, Doña MLC, Don MLL, Doña MAF, Don PEQ, Doña FMN, Don NPF, Don DSV, Don FSI, Don DPA, Don JGB, Doña EM, Don JGG, Don MGP, Don MOC, Doña YNS, Doña PMG, Don VGR, Don MMO, Don FMM, Doña MB, Don SGA, Doña MGO, Don PMB, Don CGC, Doña CBH, Don JLS, Doña MLF, Don JLL, Doña MVH, Don JCP, Doña MCN, Don RGH, Don JPZ, Don VDG, Doña MSF, Doña AAD, Don MAR, Don AGM, Don AGR, Don ÁGG, Don CRL, Don ART, Don DGG, Don TPP, Don FMC, Don FMG Doña AOM, Don FML, Don AGS, Doña CG, Don JAL, Don JPC, Doña MME, Don BLY, Doña MS, Don CGL, Don JSM, Doña MAG, Don JBT, Don MCA, Don JNV, Don OLA, Don JFU, Don JLB, Don PRV, Don RGB, Don JGA, Don AFG, Doña JCQ, Doña RLL, Don MLR, Don JNG, Don JFA, Don LSO, Don JEP, Doña MGR, Don FCR, Don FLL, Doña IBI, Don FJN, Don GGC, Don HRG, Don JMR, Don JVJ, Don JBG, Don FBG, Don JGH, Doña PHV, Don JSJ, Don JMF, Don JVD, Doña LMP, Don DMM, Doña MMA, Don MPE, Don JJH, Doña NEG, Don PZS, Don PRP, Doña MPF, Don RAH, Doña MQN, Doña GMJ, Don STC, Doña ZAP, Don ADL, Don ALM, Don ABL, Don AMG, Don JCS, Don UAM, Don ARL, Don AFA, Don ALJ, Don BTR, Don JMR, Don GBM, Don JME, Don JRP, Doña MGZ, Don JAH, Don AEA, Don LOB, Doña LML, Doña FPM, Don MAL, Don JSA, Doña MGM, Don DSO, Don PGG, Don JPZ, Doña BFM, Don PML, Don RPC, Don SCM, Doña SLS, Don LTQ, Doña ARB, Don ACA, Doña NGF, Don EGT, Don JMM, Don PGM, Don RML, Don LCA, Doña MVM, Don AEL, Don EGR, Don JRC, Don JCP, Don IBM, Don RLQ, Don SMS, Don AFF, Don ACB, Don AOA, Doña MMS, Don RBI, Doña ALG, ADS, Doña AMJ, Doña DMJ, Doña GMJ, Doña MMJ, Don AMJ, Doña JMJ, Doña PJ, Doña CMG, menor de edad, representada por su madre Doña MGT, Don JZU y Don JZU en nombre de su madre Doña MUT, MY SECOND SMILE, S.L., ESTIMATICA ASESORES, S.L. y REBOLEDO INVERSIONES SICAV, S.A., representados por la Procuradora Doña SRR y defendidos por la letrada Doña PGV contra la Resolución de 9 de julio de 2019 dictada por la CNMV que desestimó el recurso de reposición formulado frente al acuerdo de la CNMV de fecha 12 de junio de 2019 por el que se autorizó la OPA sobre la mercantil NATRA, S.A. Como codemandado interviene WORLD CONFECTIONERY GROUP, S.A.R.L representada por el Procurador Don JBM, y defendida por el letrado Don JAM y NATRA, S.A representada por el Procurador Don LVF y defendida por el letrado Don RGL. La Administración demandada ha estado representada y defendida por el Sr. Abogado del Estado.

I. ANTECEDENTES DE HECHO

PRIMERO.- La parte indicada interpuso en fecha 4/9/2019 este recurso respecto de los actos antes aludidos y, admitido a trámite, y reclamado el expediente administrativo, se entregó éste a la parte actora para que formalizara la demanda, lo que hizo en tiempo, en la que realizó una exposición fáctica y la alegación de los preceptos legales que estimó aplicables, concretando su petición en el Suplico de la misma, en el que se interesa que se declare la nulidad de las resoluciones recurridas.

SEGUNDO.- De la demanda se dio traslado al Sr. Abogado del Estado, quien en nombre de la Administración demandada contestó en un relato fáctico y una argumentación jurídica que sirvió al mismo para concretar su oposición al recurso en el suplico de la misma, en el cual solicitó la desestimación de la demanda y la confirmación de la orden recurrida. En igual sentido los codemandados.

TERCERO.- Contestada la demanda, se solicitó el recibimiento a prueba que fue denegado por Auto de 25 de febrero de 2021 y confirmado por resolución de 27 de abril de 2021, que nuevamente recurrida fue desestimada auto de fecha 27 de mayo de 2021, confirmando la de 25 de febrero de 2021 en todos sus extremos.

Siendo el siguiente trámite el de Conclusiones, a través del cual, las partes, por su orden, concretaron sus posiciones y reiteraron sus respectivas pretensiones quedando los autos conclusos para sentencia, señalándose para votación y fallo el día 22 de febrero de 2022. Interpuesto recurso de reposición contra la providencia de fecha 18 de febrero de 2022, se dio traslado a las partes para alegaciones, con el resultado obrante en autos y se desestimó el mismo por resolución de fecha 22 de marzo de 2022, quedando las actuaciones pendientes de señalamiento para el día 26 de abril de 2022 en el que, efectivamente, se votó y falló.

CUARTO.- En el presente recurso contencioso-administrativo no se han quebrantado las forma legales exigidas por la Ley que regula la Jurisdicción excepto el plazo para dictar sentencia. Y ha sido Ponente el Magistrado de esta Sección D. José Félix Méndez Canseco.

II.-FUNDAMENTOS DE DERECHO

PRIMERO.- El objeto de la presente contienda versa sobre la aprobación por la CNMV de la OPA lanzada por WCG sobre la compañía chocolatera NATRA, S.A., donde la opante WCG propuso, a partir de la valoración económica de la compañía efectuada por la consultora ARCANO, el precio de 1 euro/por acción, precio que la CNMV aceptó como "equitativo".

Es de recordar que una 'oferta pública de adquisición' (OPA) es aquella operación por que una persona o entidad hace una oferta a todos los accionistas de una compañía cotizada para comprar todas o parte de las acciones a un precio determinado. A través de este sistema es posible adquirir muchas acciones de una empresa de modo rápido y ordenado. Una OPA facilita al adquirente la obtención de un paquete amplio de acciones en un único momento y a un precio determinado, y además, permite que todos los accionistas puedan vender en igualdad de condiciones.

El acto administrativo impugnado en este recurso es el acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 12 de junio de 2019. En virtud de este acuerdo, se autorizó la oferta pública voluntaria de adquisición ("OPA") de acciones y obligaciones convertibles de NATRA, S.A., presentada por WCG el día 1 de febrero de 2019 y admitida a trámite el 21 de febrero de 2019. El acuerdo impugnado fue confirmado por la resolución del Consejo de la CNMV de 9 de julio de 2019, que desestimó el recurso de reposición interpuesto por los accionistas minoritarios ahora recurrentes.

La OPA autorizada por el acuerdo impugnado se dirigía al 100% del capital social de NATRA y de las obligaciones convertibles en acciones de NATRA en circulación. El precio fijado para la oferta fue de 1 euro por acción y 1.000 euros por obligación convertible. Sin perjuicio de que se trataba de una oferta voluntaria, en las que el precio se fija libremente por el oferente, dicho precio estaba justificado en el folleto explicativo de la OPA de acuerdo con los criterios de valoración establecidos a efectos de la exclusión de la negociación de las acciones de NATRA de las Bolsas de Valores 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 ("Real Decreto 1066/2007").

Del expediente administrativo remitido a este tribunal, se desprende que fue alcanzado el resultado positivo de la OPA por más del 90,26 % de la masa accionarial, según manifestó la CNMV el 18 de julio de 2019, se habilitó a la opante a la compraventa forzosa de los títulos restantes, de conformidad de los requisitos fijados por el art. 136 de la LMV.

Es de recordar, como señala el Abogado del Estado, que Natra se encontraba en una situación preconcursal en 2015 y fue el acuerdo con sus acreedores para evitar el concurso, homologado judicialmente, lo que determinó la emisión de obligaciones convertibles en acciones. Emisión de obligaciones que, además, fue aprobada en junta de 18 de junio de 2015 por los accionistas de Natra (concretamente el 99.44% del capital social presente o representado) y ofrecida previamente a los accionistas. Ante la ausencia de suscripción por éstos, los acreedores adquirieron el porcentaje señalado de obligaciones convertibles por compensación de sus créditos, dando lugar posteriormente al cambio en la estructura accionarial.

Por otra parte, también hemos de tener en cuenta que todos los accionistas con mayor conocimiento de la entidad o inversores profesionales (ex art. 203 LMV), vendieron en la OPA. Que no se formuló OPA competidora alguna. Que siendo la diferencia de precio de la OPA 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 o que otras entidades considerasen formular una OPA competidora.

SEGUNDO.- La parte recurrente alega, en síntesis, que la actuación de la CNMV carece de motivación y que el precio equitativo alcanzado está alejado de la realidad de la compañía. Entiende que en el Informe pericial aportado con la demanda de RHO Finanzas, utilizando sólo el mecanismo de Flujo de Caja, el informe ARCANO incurre en un conjunto de errores o desajustes que, de haberse corregido por parte de la CNMV, la acción de NATRA se habría situado en unos 1,66 euros; esto es un valor 67,6 % superior a lo recomendado por ARCANO y avalado por la CNMV. La parte recurrente alega que el Informe ARCANO infravaloró a la Compañía NATRA, y, por ende, la CNMV al haber aceptado como "equitativo" el precio de 1 euro por acción -sin tener en cuenta que cualquier método de estimación alternativo era muy superior a ese euro por acción-; habría incurrido en su resolución en causa de nulidad de pleno derecho.

La recurrente estructura la fundamentación de su demanda como sigue.

Cuestiona como motivo principal que el precio de la OPA cumpliera las reglas de determinación del precio equitativo a los efectos del art. 11.d) del Real Decreto 1066/2007 (es decir, a los efectos de la aplicación de la alternativa subsidiaria para la exclusión de la negociación de los valores de NATRA de las Bolsas de Valores, que no fue necesario seguir). Para fundamentar sus argumentos la parte actora acompaña un Informe pericial elaborado por la firma RHO.

La parte recurrente alega, además, tres circunstancias que, a su juicio, también determinarían la anulabilidad del acuerdo impugnado, invocando al efecto el artículo 48 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas. Esas tres circunstancias son la presunta existencia de un conflicto de interés ínsito en la asesoría simultánea de HOULIHAN LOKEY a NATRA y a BYBROOK, titular de obligaciones convertibles de NATRA. La información privilegiada con la que presuntamente contaba WCG al conocer el Plan Estratégico de NATRA con anterioridad al mercado. Y el presunto conflicto de interés en el que pudo incurrir D. SAA, presidente del Consejo de la CNMV, como consecuencia del hecho de que su hermano, D. FAA, era secretario del Consejo de Administración de la entidad ALANTRA.

Sin embargo, la parte demandante no ha demostrado que el precio aprobado no sea equitativo o estuviera mal calculado ni tampoco ha acreditado la existencia de errores en el informe sobre la pericial ni que el precio de la oferta incumpla lo previsto en la regulación aplicable sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

No aparece acreditado que el Consejo de Administración de NATRA, ocultase su Plan Estratégico al mercado hasta que la OPA de WCG se hubiera hecho pública, impidiendo con ello un aumento del precio de la acción.

Más bien, es el informe de RHO Finanzas el que omitió tomar en consideración el hecho de que la evolución de la cotización de la acción de NATRA en los dos años anteriores a la OPA no había alcanzado el precio de cotización ofrecido, y es lo cierto y averiguado que el valor de cotización es, salvo razones objetivas o técnicas que permitan considerar el método inapropiado total o parcialmente, uno de los métodos de valoración más apropiados en el caso de entidades cotizadas. La metodología de la cotización media ponderada es válida y aporta una referencia de mercado del valor de las acciones de Natra a 3/12/2018. Dicha referencia de valor es inferior a los valores resultantes de la valoración de RHO. El promedio de las cotizaciones medias ponderadas de la acción de Natra durante el semestre inmediatamente anterior al día del anuncio de oferta pública de adquisición, asciende a 0,94 euros (0,91 euros al cierre de la bolsa el día 2/01/2019). Y es de recordar que un informe omitiendo la toma en consideración y justificación de su respectiva relevancia de la cotización de la entidad opada no se ajusta a las exigencias del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007.

El mismo informe señalaba en sus conclusiones que la toma en consideración de esta metodología determinaría que su rango de valor por acción de Natra, incluso sin corregir los errores técnicos y metodológicos detectados, quedaría fijado entre 0,94 euros y 1,75 euros, con lo que el precio de 1 euro por acción de la OPA estaría dentro del rango.

No se acredita por la recurrente, en consecuencia, que el precio ofrecido y el informe en el que se apoyó el oferente infravalora a la compañía opada, como prueba cualquier método de estimación alternativo o que estemos ante una valoración arbitraria y que vulnera el contenido del art. 10 RDOPAS. La realidad, tal como señalaba el informe de la DGM por el que se autorizó la OPA, es que la acción de Natra no alcanzó nunca en los dos años anteriores a la OPA el precio de un euro ofrecido en la misma.

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

TERCERO.- En cuanto a la alegación relativa a la presunta existencia de un conflicto de interés ínsito en la asesoría simultánea de HOULIHAN LOKEY a NATRA y a BYBROOK (titular de obligaciones convertibles de NATRA) no consta que HOULIHAN LOKEY fue asesora de WCG, sociedad oferente y tampoco asesoró de manera simultánea a BYBROOK y a NATRA. Y respecto de la supuesta información privilegiada con la que presuntamente contaba WCG al conocer el Plan Estratégico de NATRA con anterioridad al mercado y el presunto conflicto de interés en el que pudo incurrir D. SAA, presidente del Consejo de la CNMV, como consecuencia del hecho de que su hermano, D. FAA, era secretario del Consejo de Administración de la entidad ALANTRA, tales alegaciones carecen de virtualidad anulatoria.

CUARTO.- Por todo lo expuesto, ajustándose al ordenamiento jurídico la actuación administrativa impugnada en el presente recurso, procede su desestimación.

De conformidad con lo previsto en el artículo 139 de la Ley reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa, es lo procedente condenar a la parte recurrente al pago de las costas.

FALLAMOS

Qué desestimamos el presente recurso interpuesto por Don JII, Don JSC, Don LGB, Doña DHH, Don FRC, Doña MGC, Doña MCG, Don FCF, Don IAP, Don JCG, Don JBA, Don

PTL, Doña MHF, Don LAB, Don LAC, Don MPS, Don LCL, Don LSB, Don MSR, Don JCL, Doña MON, Don ISF, Don ASJ, Doña MSJ, Don EBM, Don JDC, Don FBM, Don FLG, Don JFV, Don JFS, Don JHL, Don JTS, Doña MLC, Don MLL, Doña MAF, Don PEQ, Doña FMN, Don NPF, Don DSV, Don FSI, Don DPA, Don JGB, Doña EM, Don JGG, Don MGP, Don MOC, Doña YNS, Doña PMG, Don VGR, Don MMO, Don FMM, Doña MB, Don SGA, Doña MGO, Don PMB, Don CGC, Doña CBH, Don JLS, Doña MLF, Don JLL, Doña MVH, Don JCP, Doña MCN, Don RGH, Don JPZ, Don VDG, Doña MSF, Doña AAD, Don MAR, Don AGM, Don AGR, Don AGG, Don CRL, Don ART, Don DGG, Don TPP, Don FMC, Don FMG, Doña AOM, Don FML, Don AGS, Doña CG, Don JAL, Don JPC, Doña MME, Don BLY, Doña MS, Don CGL, Don JSM, Doña MAG, Don JBT, Don MCA, Don JNV, Don OLA, Don JFU, Don JLB, Don PRV, Don RGB, Don JGA, Don AFG, Doña JCQ, Doña RLL, Don MLR, Don JNG, Don JFA, Don LSO, Don JEP, Doña MGR, Don FCR, Don FLL, Doña IBI, Don FJN, Don GGC, Don HRG, Don JMR, Don JVJ, Don JBG, Don FBG, Don JGH, Doña PHV, Don JSJ, Don JMF, Don JVD, Doña LMP, Don DMM, Doña MMA, Don MPE, Don JJH, Doña NEG, Don PZS, Don PRP, Doña MPF, Don RAH, Doña MQN, Doña GMJ, Don STC, Doña ZAP, Don ADL, Don ALM, Don ABL, Don AMG, Don JCS, Don UAM, Don ARL, Don AFA, Don ALJ, Don BTR, Don JMR, Don GBM, Don JME, Don JRP, Doña MGZ, Don JAH, Don AEA, Don LOB, Doña LML, Doña FPM, Don MAL, Don JSA, Doña MGM, Don DSO, Don PGG, Don JPZ, Doña BFM, Don PML, Don RPC, Don SCM, Doña SLS, Don LTQ, Doña ARB, Don ACA, Doña NGF, Don EGT, Don JMM, Don PGM, Don RML, Don LCA, Doña MVM, Don AEL, Don EGR, Don JRC, Don JCP, Don IBM, Don RLQ, Don SMS, Don AFF, Don ACB, Don AOA, Doña MMS, Don RBI, Doña ALG, ADS, Doña AMJ, Doña DMJ, Doña GMJ, Doña MMJ, Don AMJ, Doña JMJ, Doña PJ, Doña CMG, menor de edad, representada por su madre Doña MGT, Don JZU y Don JZU en nombre de su madre Doña MUT, MY SECOND SMILE, S.L., ESTIMATICA ASESORES, S.L. y REBOLEDO INVERSIONES SICAV, S.A.

Condenamos a la parte recurrente al pago de las costas.

“La presente sentencia es susceptible de recurso de casación que deberá prepararse ante esta Sala en el plazo de 30 días contados desde el siguiente al de su notificación; en el escrito de preparación del recurso deberá acreditarse el cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo 89.2. de la Ley de la Jurisdicción justificando el interés casacional objetivo que presenta.”

Al notificarse la presente sentencia se hará la indicación de recursos que previene el art. 248.4 de la ley orgánica 6/1985, de 1 de junio del Poder Judicial y se indicará la necesidad de constituir el depósito para recurrir así como la forma de efectuarlo de conformidad con la Disposición Adicional Decimoquinta de la LOPJ introducida por la LO 1/2009.

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