

# La Audiencia Nacional anula el acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de autorización de una opa de exclusión

## Reyes Palá Laguna

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza  
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

---

*La Sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril del 2019 anula el acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizador de una opa de exclusión por entender, entre otras razones, que la situación de conflicto de intereses en la que se encontraba el banco autor del informe de valoración viciaba dicho informe.*

No es la primera vez que los tribunales anulan un acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que autoriza una oferta pública de exclusión por entender incorrecta la determinación del precio equitativo por el supervisor (véase, por ejemplo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de julio del 2015, recurso 1474/2014, que anuló parcialmente el acuerdo de autorización de una opa de exclusión). Lo que llama la atención es la escasa justificación que aporta la Sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril del 2019 (rec. 143/2017) y, sobre todo, la sospecha de circulación (indebida) de información privilegiada que aparece en la *ratio decidendi*.

Respecto al asunto del que trae causa esta sentencia, el recurrente, titular de 394 089 acciones de la cotizada objeto de la opa de exclusión, cuestiona el precio de 6 euros por acción autorizado el 22 de diciembre del 2016 por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, también «CNMV» o «Comisión»), por entender que el método aplicado para el cálculo del precio equitativo (descuento de flujos de caja) no queda justificado por la Comisión, que además debería haber aplicado, en opinión de la Audiencia Nacional, el método de cálculo del valor teórico contable de las acciones (10,29 euros), que es el utilizado en las cuentas anuales de la sociedad

*Advertencia legal:* Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

*N. de la C.:* En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

objeto de la oferta pública de exclusión por los auditores independientes de la cotizada. La Audiencia indica que «no se justifica por qué no se exigió por la CNMV la utilización del método de valoración del precio equitativo —art. 9— consistente en el valor teórico contable utilizado otras veces y siempre considerado adecuado por la CNMV; aparte de que el apartado 5 del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, incluiría el “flujo de caja” entre los métodos de carácter residual».

No es el objeto de este comentario el análisis realizado en la sentencia respecto a la determinación del precio equitativo en la opa de exclusión, sino las consideraciones que efectúa la Audiencia en el fundamento jurídico quinto de la Sentencia de 5 de abril del 2019 sobre el conflicto de intereses en el que se encuentra el banco que elaboró el informe de valoración de las acciones objeto de la opa de exclusión, conflicto que —entiende la Audiencia— provoca una «falta de objetividad y de equidad». Se ha demostrado —indica el tribunal— «que la actuación llevada a cabo por la entidad prestadora de servicios [...] se presenta como “discutida y discutible”. Y por ello “la consecuencia jurídica ha de ser la de invalidar, por falta de objetividad y equidad y por no haberse actuado bajo el principio de protección al accionista minoritario, aquella actuación viciada, lo cual debió en este caso haber llevado a que la CNMV desautorizase la operación cuestionada».

El conflicto de intereses al que hace referencia la Audiencia creemos que se refiere no tanto a la actuación del banco como entidad colocadora y liquidadora de la opa de exclusión cuanto a su condición de agente global de financiación del accionista mayoritario de la sociedad que lanza la opa de exclusión y de avalista de una opa anterior sobre el 100 % del capital de esta sociedad, a la vez que de autor del informe de valoración del precio de las acciones objeto de la opa de exclusión. Afirma la Audiencia Nacional al respecto: «es razonable que tuviera especial interés en que el periodo [sic] de la opa fuera lo más bajo posible, de modo que [la cotizada que lanza la opa] necesitaría disponer de un menor volumen de recursos presentados, facilitando el cumplimiento de la refinanciación de la deuda. Negar ese conflicto de intereses aduciendo la existencia de departamentos o divisiones distintas en la organización de la gran entidad y que funcionan de modo autónomo (sistema conocido como “murallas chinas”, porque en teoría un departamento del banco no tiene contacto con otro para evitarnos conflictos de intereses) [...] es negar la evidencia. La información privilegiada no dejará de poder circular por las diferentes secciones que constituyen un negocio financiero o de asesoramiento económico o jurídico. [...]. La ley no prohíbe la prestación de servicios cuando exista conflicto de intereses. Sin embargo, cuando ese conflicto existe y se demuestra que la actuación llevada a cabo por la entidad prestadora de servicios (en este caso el informe del banco) se presenta como discutida y discutible, la consecuencia jurídica ha de ser la de invalidar, por falta de objetividad y equidad y por no haberse actuado bajo el principio de protección al accionista minoritario, aquella actuación viciada, lo cual debió en este caso haber llevado a que la CNMV desautorizase la operación cuestionada».

El Tribunal Supremo se pronunció en sentido negativo a propósito de la presunta falta de independencia del autor del informe de valoración de una opa (precisamente una sociedad del mismo

grupo bancario cuya actuación es cuestionada por la Audiencia Nacional en la sentencia que comentamos), indicando que «la ley no obliga a que en caso de conflicto de inter[eses] 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 inter[eses] 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 en la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de marzo del 2013 (recurso de casación 5418/2009), el alto tribunal entendió que no pasó «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 [emitido por una sociedad del grupo bancario]».

La Audiencia Nacional parece no tener en cuenta en la Sentencia de 5 de abril del 2019 que el Derecho del mercado de valores lo que prohíbe es el uso indebido o el abuso de información privilegiada (HERNÁNDEZ SAINZ, 2007). Y llama la atención que no se cite en la referida sentencia el nuevo régimen de abuso de mercado (en vigor desde el 3 de julio del 2016) en el que el establecimiento de «murallas chinas» se considera un puerto seguro (*safe harbour*) que destruye la presunción de uso indebido de información privilegiada por una entidad que cuenta con áreas separadas de actividad (ya BAENA TOVAR, 2002).

Refiere la Audiencia Nacional que «la Ley del Mercado de Valores prevé medidas para que el flujo de información privilegiada no circule entre las diversas divisiones por áreas de actividad de las entidades financieras». Parece que se está refiriendo al artículo 229 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores («Obligaciones de las entidades que presten servicios de inversión en relación con la información privilegiada») cuyo contenido ha sido sustituido por el Real Decreto Ley 19/2018, de 23 de noviembre, manteniéndose la misma numeración. El derogado artículo 229, en su apartado segundo, obligaba a los prestadores de servicios de inversión a establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad siempre que actuaran simultáneamente en varias de ellas. Y, también, a establecer adecuadas barreras de información entre cada área separada y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas. Además, las empresas de servicios de inversión habrían de definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantizara que éstas se adoptasen autónomamente dentro del área separada. Hoy (y también en la fecha de emisión de la sentencia de la Audiencia Nacional) el régimen de las «murallas chinas» como puertos seguros respecto a la información privilegiada lo encontramos en el artículo 9 («Conducta legítima») del Reglamento de Abuso de Mercado (en vigor desde el 3 de julio del 2016). No podemos compartir, por tanto, el criterio de la Audiencia cuando afirma en el fundamento jurídico quinto de la Sentencia de 5 de abril del 2019 que «negar que la misma persona jurídica que conoce de todos los datos y tiene un interés que pudiera afectar al hecho de informar de una determinada manera y poner precio a las cosas (las acciones), es negar la evidencia. La información privilegiada no dejará de poder circular por las diferentes secciones que constituyen un negocio financiero o de asesoramiento económico o jurídico». Desconocemos el texto de la demanda presentada

ante la Audiencia Nacional, pero debiera haberse probado de forma indubitada que, pese a la existencia de murallas chinas en el banco, ha habido un uso indebido de información privilegiada. Información privilegiada que ha de ser, por definición, una información de carácter concreto que no se haya hecho pública (art. 7 del Reglamento de Abuso de Mercado). La actuación del banco como agente financiador y avalista en la primera opa y como autor del informe de valoración del precio equitativo en la segunda era una información de conocimiento público accesible ya a través de los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ya a través del *Boletín de Cotización de la Bolsa de Madrid*, por citar sólo las páginas web de más fácil acceso.

Por último, no podemos evitar plantearnos si la Audiencia Nacional tuvo en la mente el artículo 23 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, en concreto, el deber de abstención que recae sobre quienes hayan prestado en los dos últimos años servicios profesionales de cualquier tipo y en cualquier circunstancia o lugar a persona jurídica interesada directamente en el asunto, si bien (art. 23.4) la actuación de autoridades y personal al servicio de las Administraciones Públicas en los que concurran motivos de abstención no implicará necesariamente, y en todo caso, la invalidez de los actos en que hayan intervenido. Evidentemente, no procede siquiera el recordatorio de esta norma en el Derecho del mercado de valores cuando se está considerando una situación de conflicto de intereses que afecta a dos departamentos de la misma entidad bancaria que han desarrollado distintas funciones respecto a una misma sociedad cotizada.