

Opinión

LA IMPORTANCIA DE LAS OPAS DE EXCLUSIÓN



Alejandro Fdez. de Aroz

Socio de Araoz y Rueda

La reciente sentencia del Tribunal Supremo, de 23 de noviembre de 2020, invita a reflexionar sobre la llamada oferta pública de adquisición (opa) de exclusión; que, en el actual contexto económico-bursátil, está llamada a ocupar un papel aún más relevante que el desempeñado en los últimos diez años, período en el que, aproximadamente, el 65% de las opas finalizaron con la exclusión de cotización de los valores afectados.

En el caso que comentamos, el fallo del alto tribunal posibilita la opa de exclusión de Cementos Portland Valderrivas (CPV), presentada por Fomento de Construcciones y Contratas (FCC), el 29 de julio de 2016, al anular la sentencia de la Audiencia Nacional, de 5 de abril de 2016, que había estimado el recurso interpuesto por un accionista de CPV 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 citada opa.

Para empezar, la sentencia del Supremo recuerda que artículo 10.5 del Real Decreto de opas, (RD 1066/2007, de 27 de julio), recoge los métodos de cálculo que el informe de valoración puede utilizar, enumerando los siguientes: el valor teórico contable de la sociedad; el valor liquidativo de la sociedad; la cotización media ponderada de los valores durante el semestre anterior al anuncio de la propuesta de exclusión; el valor de la contraprestación ofrecido con anterioridad, si se formuló una opa el año precedente; y otros métodos de valoración aplicables y comúnmente acep-

tados. En principio, dichos criterios de cálculo deben considerarse de forma conjunta, salvo que se justifique la exclusión de alguno de ellos.

Pues bien, el Tribunal Supremo manifiesta que no existe ningún tipo de prelación entre los citados métodos de cálculo, por lo que no procede calificar como residuales los métodos enumerados en su último inciso, (descuentos de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros), dejando incluso abierta la posibilidad de que pudieran utilizarse otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y comúnmente aceptados por la comunidad financiera internacional.

Otro de los pronunciamientos de la sentencia de la Audiencia Nacional revocada es la tesis de que la entidad bancaria valoradora tenía un conflicto de interés que invalidaba su informe. Así, se consideró que al ser Banco Santander el agente global de la financiación de FCC, avalista de la opa sobre FCC y, por tanto, intermediario y liquidador de la opa sobre CPV, podría parecer razonable que dicha entidad financiera tuviera un especial interés en que el período de la opa fuera lo más bajo posible, de modo que FCC necesitaría disponer de un menor volumen de recursos presentados, facilitando el cumplimiento de la refinanciación de la deuda.

Sin embargo, en nuestra opinión, no habiendo resultado acreditado que los administradores de la sociedad estuvieran afectados por un conflicto de intereses, (que si podría tener relevancia), el dato del supuesto conflicto del experto independiente no puede ser relevan-

te para anular la resolución de la CNMV.

En segundo lugar, la existencia o no de "murallas chinas", que actualmente recoge el artículo 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) en la entidad financiera es también irrelevante en un caso como este. Lo importante es que el informe sea técnicamente correcto, es decir, que contenga una justificación detallada de la propuesta y del precio ofrecido, que es lo que permite asegurar una adecuada protección de los intereses de los accionistas minoritarios.

La sentencia del Supremo en el caso Portland-Valderrivas es muy acertada

Finalmente, la sentencia destaca que en ninguna parte del artículo 83 Trlmv se exige que el informe de valoración deba ser emitido por un experto, sea o no independiente, sin perjuicio de que, por la complejidad técnica de la materia, el Consejo de Administración de la sociedad prefiera encomendar la elaboración de dicho informe a una entidad separada y con prestigio en este ámbito.

En cuanto a las competencias de la CNMV, el artículo 9.4 del Real Decreto de opas establece la facultad reglada de la CNMV de modificar el precio equitativo calculado conforme a los criterios establecidos en el mismo artículo. Por tanto, esta potestad implica revisar que el precio equitativo ofrecido o alcanzado por el oferente se ajusta a los criterios establecidos en el Real Decreto de opas para su determinación, y, también, la facultad de comprobar aquellos supuestos en los que el precio ofrecido no se corresponda con el precio equitativo por existir determinadas circunstancias

que lo justifiquen. En su sentencia, el Supremo recuerda que la ley asigna a la CNMV una función de supervisión, que resulta "esencial" con el fin de garantizar el debido cumplimiento con el procedimiento establecido lo que incluye constatar que los administradores de la sociedad han cumplido su obligación de informar con suficiencia y transparencia a todos los accionistas acerca de las condiciones de la opa, y cerciorarse de que los accionistas han dispuesto de toda la información necesaria para poder tomar una decisión debidamente fundada.

Lo que no está en modo alguno recogido por la normativa es que la CNMV esté facultada para exigir un método de valoración concreto en el informe de valoración. Basta con que examine si el informe presentado por la sociedad justifica suficientemente los métodos de valoración empleados a los efectos de garantizar la corrección del precio de la opa.

Nos parece que la sentencia del Tribunal Supremo es plenamente acertada respecto de los métodos de valoración (no existe prelación entre los diferentes criterios) como respecto de las competencias de la CNMV. Ahora bien, consideramos que una cuestión más controvertida será determinar la concurrencia de conflicto de intereses en los administradores, puesto que en la gran mayoría de los casos habrá uno o varios accionistas de control que serán quienes promuevan la exclusión y contarán con representación en el Consejo de Administración. Su interés evidente es que la sociedad que se excluye abone la menor cantidad posible y, por ello, el conflicto de interés es estructural y permanente. Por tanto, siguiendo la práctica anglosajona, dichas decisiones podrían asumirse en el seno del Consejo por un comité *ad-hoc* integrado por los consejeros independientes.