

ANÁLISIS



Mercado de valores

La legitimación para impugnar los acuerdos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando se adquieren las acciones tras una opa voluntaria

La Sentencia del Tribunal Supremo 1021/2026, de 17 de septiembre, sienta jurisprudencia sobre el principio del interés legítimo cuando el reclamante adquiere las acciones con posterioridad al anuncio de una opa voluntaria (art. 19 LJCA) para impugnar el acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizatorio de la exclusión de la negociación.

REYES PALÁ LAGUNA

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

1. La Sentencia de la Sala Tercera del Tribunal Supremo 1021/2026, de 17 de septiembre, se pronuncia en términos similares a la anterior de la misma Sala de 29 de junio del 2026 respecto a la legitimación activa del titular de las acciones, adquiridas con posterioridad al anuncio de la opa voluntaria —y con independencia del número de acciones de las que se es titular—, para impugnar los acuerdos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) relacionados con una opa voluntaria.
2. La doctrina jurisprudencial sentada por el Supremo se recoge en el fundamento de derecho cuarto de la Sentencia 1021/2026: «Siguiendo lo declarado en la Sentencia de 29 de junio del 2026 (rec. 1577/2024), reiteramos que: el titular de acciones de una empresa tiene legitimación para recurrir ante la jurisdicción contencioso-administrativa la aprobación de una opa voluntaria, con independencia del número de acciones que ostente, y aun cuando haya adquirido las acciones con posterioridad al anuncio de la opa las haya vendido con anterioridad a su exclusión». Ahora bien, como se indica en el fundamento de derecho quinto de la sentencia de septiembre del 2026, el recurso aquí se dirige contra el acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizador de la exclusión de la negociación de la totalidad de las acciones a solicitud del emisor tras la realización de la opa voluntaria. Al margen de esta sentencia, recordemos que una de las excepciones al deber de formular la opa de exclusión es la realización de una opa total voluntaria anterior en la que se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación y, además, se justifique el precio mediante un informe de valoración, y se facilite la venta de la totalidad de los valores mediante una orden de compra de éstos, al mismo precio que el de la oferta previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la oferta precedente (art. 11 —rubricado «Excepciones a la oferta pública de exclusión»—, letra d, del Real Decreto sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores).
3. Los hechos del caso que interesan detallados en los antecedentes de hecho de la sentencia son los siguientes:
 - El 29 de julio del 2020, la Comisión Nacional del Mercado de Valores autoriza la opa voluntaria de una sociedad anónima unipersonal sobre el total de las acciones de MásMóvil Ibercom, S.A., «el precio por acción ofrecido y el folleto explicativo correspondiente, en el que constaba la intención de la oferente de proceder, en caso de éxito de la opa, a la exclusión de cotización de las acciones».
 - Tras el pertinente acuerdo de la junta de MásMóvil —con el voto en contra de los recurrentes— y a solicitud de la sociedad emisora, el 30 de octubre del 2020, el Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, autorizó la exclusión de las cuatro Bolsas españolas de la totalidad de las acciones.
 - La sociedad que formuló la opa voluntaria, en cumplimiento de la normativa de opas, facilitó la venta de la totalidad de las acciones de MásMóvil mediante una orden de compra iniciada el 23 de septiembre del 2020 al precio de 22,50 euros por acción, que

es el de la opa voluntaria previamente formulada.

- Una serie de entidades extranjeras (la mayoría de ellas, entidades de capital riesgo, y otras, entidades de inversión colectiva cerradas —algunas calificables de *hedge funds* en la acepción estadounidense—) recurren el acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 30 de octubre autorizador de la solicitud de exclusión. Estas entidades habían adquirido acciones de MásMóvil entre el 5 y el 15 de octubre del 2020, por tanto, después del anuncio de la opa voluntaria en cuyo folleto se hacía referencia, recordemos, a la intención de solicitar la exclusión de la negociación.
4. El recurso contencioso-administrativo finaliza con la Sentencia de la Audiencia Nacional de 21 de diciembre del 2023 en la que se declara la inadmisibilidad del recurso con condena en costas a la parte recurrente. En el fundamento de derecho segundo de esta sentencia de la Audiencia Nacional (rec. 2346/2020) se argumenta, para denegar legitimación activa a los recurrentes, lo siguiente:

El 24 de septiembre del 2020 los recurrentes no eran aún accionistas de MásMóvil, pues [...] la compra de acciones por los fondos oportunistas recurrentes se produjo entre el 5 y el 15 de octubre del 2020, ya con pleno conocimiento por dichos recurrentes de todos los términos de la opa de exclusión. Así las cosas, es de advertir que en una deliberación y votación conjunta de este tribunal sobre los seis recurso[s] en que

se enjuicia la actuación administrativa relativa al proceso de la opa referida, hemos declarado (véase la sentencia recaída en el recurso 2170/2020, así como en la sentencia recaída en el recurso 991/2020) lo siguiente, que resulta, por razones obvias más arriba señaladas, aplicable, *mutatis mutandis*, al presente recurso.

5. Relata la Audiencia que la parte demandante adquirió cuatro mil acciones de MásMóvil tras el anuncio de la opa y las vendió antes de la exclusión de la negociación (en el folleto se indicaba la intención de exclusión de la negociación de la sociedad). «A lo anterior es de añadir el escaso o nulo beneficio que para la recurrente supondría una eventual sentencia estimatoria de este recurso habida cuenta de que la pretensión de recálculo del suplico de la demanda es inviable al tratarse la de autos de una opa voluntaria».

Entiende la Audiencia que, si bien la titularidad de acciones confiere en un principio el interés necesario para estar legitimado como recurrente en un recurso contencioso-administrativo en el ámbito de las opas, esta declaración de principio no es bastante para resolver los casos concretos, que deben decidirse en función de sus circunstancias particulares. Así, afirma que la situación del recurrente, que adquiere la titularidad de sus acciones tras el anuncio de la opa, «no es equiparable a la de quienes ya eran accionistas antes de dicho anuncio y se ven sorprendidos en su posición inversora por el anuncio de la opa. [...] sin necesidad de entrar en un juicio de intenciones, la recurrente compra un escaso número de acciones conociendo los términos de la opa ya

anunciada, por lo que dicha parte no se vio sorprendida por la opa, sino que debía ser consciente de sus circunstancias. En este contexto no puede obviarse el escaso número de acciones que adquiere la actora, su conocimiento de las circunstancias esenciales de la opa, que le permitían valorar el riesgo que asumía con dicha compra, y el escaso o nulo beneficio que podría obtener de una eventual sentencia estimatoria dada la inviabilidad, al tratarse de una opa voluntaria, de la pretensión de recálculo que se contiene en el suplico de la demanda, cuyo conjunto de factores llevan a concluir que el interés de la demandante no es real, efectivo y legítimo para erigirse como parte recurrente en el actual proceso». Por ello, considera la Sala de instancia que concurre la causa de inadmisibilidad prevista en el artículo 69b de la ley jurisdiccional. Como una argumentación «a mayor abundamiento», considera que concurriría una situación de abuso del derecho (art. 7.2 del Código Civil) en el ejercicio de la acción judicial por parte de la actora.

Y trae a colación el requisito de la titularidad de acciones de, al menos, el uno por mil del capital social para poder ejercer la acción de impugnación de los acuerdos sociales en una sociedad cotizada (art. 495.2b de la Ley de Sociedades de Capital o LSC). Este umbral del uno por mil, dice la Audiencia Nacional, fue introducido «para evitar situaciones de abuso de derecho que pudieran perturbar la vida corporativa». Este umbral no puede trasladarse de manera automática al recurso contencioso-administrativo al ser la legitimación activa un requisito procesal de orden público y no contemplarse aquél en la Ley de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa, por lo que no pro-

cede considerarlo en el ámbito de la legitimación activa. «Ahora bien, por otra parte no podemos desconocer la unidad del ordenamiento jurídico y la necesidad de su coherencia interna, lo que exige tomar en cuenta el precitado umbral para valorar la posible concurrencia en el caso de una situación de abuso de derecho. En este sentido no podemos ignorar que las cuatro mil acciones de la parte actora estaban muy lejos de alcanzar el umbral mínimo para obtener la legitimación según las previsiones legales de la Ley de Sociedades de Capital, a lo que se añade[n] las circunstancias en que se produce la compra y la venta de tales acciones [...] y el importante también dato del escaso o nulo beneficio que podría alcanzar dicha parte de una eventual sentencia estimatoria dada la inviabilidad del pretendido recálculo así como los graves perjuicios que se derivarían para terceros de dicha sentencia, elementos todos ellos que dibujan una situación de claro abuso de derecho en el ejercicio de la presente acción judicial que aparece contraria al ordenamiento jurídico, lo que hubiera motivado una sentencia desestimatoria en el caso de no concurrir la causa de inadmisibilidad del recurso por falta de legitimación activa».

6. La sentencia cuenta con un voto particular (común al emitido en otras que finalizaron recursos contencioso-administrativos en los que se denegó la legitimación a los recurrentes) en el que se rechaza la tesis mayoritaria y se reconoce la legitimación para impugnar en vía contencioso-administrativa el acuerdo relativo a la opa.
7. Las demandantes interponen recurso de casación y, por auto de 18 de abril del 2024, el Supremo acuerda admitir el recurso de casación de C.H. Opportunity Fund LP y

otros contra la Sentencia de 21 de diciembre del 2023 (rec. 2346/2020), así como declarar que la cuestión planteada en el recurso que presenta interés casacional objetivo para la formación de la jurisprudencia consiste en interpretar los artículos 19.1a y 69b de la Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa, a fin de determinar si el titular de las acciones ostenta legitimación activa para recurrir ante la jurisdicción contencioso-administrativa la aprobación de una opa voluntaria pese a haber adquirido las acciones con posterioridad a su anuncio y con independencia del número de acciones que posea.

8. Los recurrentes solicitan a la Sala del Tribunal Supremo la ratificación y precisión de la doctrina jurisprudencial relativa a la legitimación activa para interponer un recurso contencioso-administrativo, la declaración de que el titular de las acciones ostenta legitimación activa para recurrir ante la jurisdicción contencioso-administrativa la aprobación de una opa voluntaria, «y/o la exclusión de cotización de una sociedad opada con fijación de un precio equitativo pese a haber adquirido las acciones con posterioridad a su anuncio y con independencia del número de acciones cuya titularidad ostente». Solicitan asimismo, «asumiendo la función de la Sala de instancia», que el Tribunal Supremo estime la demanda y declare que el precio equitativo de la de la exclusión es con apoyo en el informe pericial que se aporta, esto es, de 34,01 euros por acción (y no de los 22,50 fijados en la opa voluntaria y posteriormente en la exclusión de la negociación).
9. Pues bien, el Supremo, en su sentencia de 17 de septiembre, sienta —como hemos

indicado— doctrina jurisprudencial acerca de la legitimación del socio con independencia del número de acciones que posea para impugnar el acuerdo autorizador de exclusión de cotización tras una opa voluntaria y, ello, aunque las acciones se adquirieran con posterioridad a la opa. El tribunal recoge parcialmente la argumentación expresada en el citado voto particular a la Sentencia de la Audiencia Nacional 6318/2023, de 21 de diciembre del 2023 (rec. 2346/2020), voto particular que formula un magistrado de la Sala de instancia a todas las sentencias recaídas que inadmitieron los asuntos por falta de legitimación de las diversas entidades financieras recurrentes en este caso *MásMóvil*, sentencias que no entraron en el fondo de la cuestión (recálculo del precio de la acción en el procedimiento de exclusión de la negociación).

10. El Supremo se apoya en su sentencia de septiembre en la anterior de 29 de junio del 2026 (rec. 1577/2024), que reproduce parcialmente y cuyos razonamientos asume. Así, indica que el artículo 19.1a de la Ley Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa —en cuya virtud están legitimadas ante este orden jurisdiccional las personas físicas o jurídicas que ostenten un derecho o interés legítimo— no establece umbral mínimo alguno ni ningún requisito cuantitativo para acceder a esta jurisdicción. Por ello, carece de virtualidad —aclara el Supremo— la referencia que efectúa la Sala de la Audiencia Nacional en cuya virtud, si bien no se trata de un requisito que pueda extenderse al recurso contencioso administrativo, la Ley de Sociedades de Capital establece el umbral del uno por mil del capital social para la impugnación de los acuerdos sociales de las cotizadas (art. 495.2b LSC). Por otra

parte, afirma el Supremo en unos párrafos de la sentencia de la misma Sala de junio del 2026 reproducidos en esta de septiembre que un umbral cuantitativo no resultaría conciliable con la configuración que el Tribunal Constitucional y este mismo Tribunal Supremo realizan del derecho a la tutela judicial efectiva en su versión de acceso a la jurisdicción.

11. Otro argumento de la Audiencia se refiere al momento en el que la recurrente adquirió las acciones de la cotizada: éste fue posterior al anuncio de la opa y, por tanto,

Ninguna norma prohíbe ni restringe la adquisición de acciones en el periodo comprendido entre el anuncio de la opa y la autorización de ésta por la CNMV

conocía sus términos, de tal forma que su situación no es equiparable a la de los titulares de acciones antes del anuncio de la opa que «se vieron sorprendidos en su posición». Al respecto, si bien la Audiencia Nacional sólo se refiere a los *fondos oportunistas* una vez en la sentencia de 21 de diciembre del 2023, como indica el magistrado en su voto particular a esa sentencia, «los recurrentes son sociedades y fondos que se ajustan a la definición de inversores profesionales, conforme al artículo 205 de la LMV»; diversas entidades privadas participaron en las negociaciones en el proceso de la opa, entidades inversoras «legítimamente especuladoras y que se guían, también legítimamente, por

el criterio del máximo beneficio y el mínimo coste. Fondos “oportunistas” los hay en ambos lados del proceso. Y es perfectamente legítimo que aprovechen legalmente las oportunidades económicas que se les presenten», de forma que el discrepante entiende no ajustado a derecho el «hacer derivar del momento de la compra de las acciones la legitimación procesal de las recurrentes». El Supremo continúa con este argumento en el sentido de que, sin desconocer que la compra de acciones de la cotizada, anunciada la opa, pudiera responder a una intencionalidad

determinada (proveerse de la condición de accionista para poder impugnar la opa una vez autorizada), esta hipótesis no permite concluir que las acciones adquiridas con esa finalidad no confieran la legitimación para impugnar que corresponde a todo accionista. «Ninguna norma prohíbe ni restringe la adquisición de acciones en el periodo comprendido entre el

anuncio de la opa y la autorización de ésta por la Comisión Nacional del Mercado de Valores; y tampoco existe norma que determine que las acciones adquiridas en ese concreto periodo deban considerarse de peor condición y no confieran a su titular la legitimación para recurrir que se reconoce a los demás accionistas».

12. Un último argumento de la sentencia de instancia para negar legitimación a las entidades recurrentes es, como se ha reproducido anteriormente, el escaso o nulo beneficio para ellas de una sentencia estimatoria, puesto que la pretensión de recálculo del precio por acción «es inviable al ser la de autos una opa voluntaria». Considera

el Supremo que la procedencia del recálculo es uno de los puntos de la controversia de fondo, por lo que no cabe anticipar un juicio respecto de ella para denegar la legitimación al recurrente.

titular la recurrente, el momento en que fueron adquiridas y el escaso beneficio que podría derivarse para la recurrente de una eventual sentencia estimatoria del recurso.

13. Por último, el alto tribunal critica el argumento «a mayor abundamiento» de la Sala de la Audiencia en el sentido de que todas las circunstancias apreciadas conjuntamente «podrían llevar a valorar la posible concurrencia de una situación de abuso de derecho. Si bien no cabe descartar que una impugnación como las que se examinan en ambas sentencias del Supremo pudiera albergar una situación de abuso de derecho, «la existencia de ese hipotético abuso no cabe inferirla de las circunstancias a las que se refiere la sentencia: el escaso número de acciones de las que es
14. El Supremo, en consecuencia, estima el recurso de casación y anula y deja sin efecto la sentencia de la Audiencia Nacional de 21 de diciembre del 2023, en idéntico fallo al de su Sentencia de 29 de junio del 2026 (rec. 1577/2024). Ordena la devolución de las actuaciones a la Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso de la Audiencia Nacional para que dicte nueva sentencia respecto a las cuestiones de fondo planteadas en el proceso, esto es, sobre, en su caso, el recálculo del precio de las acciones en la exclusión de la negociación.