



Roj: **SAP M 16788/2017 - ECLI: ES:APM:2017:16788**

Id Cendoj: **28079370112017100412**

Órgano: **Audiencia Provincial**

Sede: **Madrid**

Sección: **11**

Fecha: **13/12/2017**

Nº de Recurso: **784/2016**

Nº de Resolución: **419/2017**

Procedimiento: **Recurso de apelación**

Ponente: **JESUS MIGUEL ALEMANY EGUIDAZU**

Tipo de Resolución: **Sentencia**

Audiencia Provincial Civil de Madrid

Sección Undécima

c/ Santiago de Compostela, 100 , Planta 2 - 28035

Tfno.: 914933922

37007740

**N.I.G.:** 28.079.00.2-2014/0058826

**Recurso de Apelación 784/2016**

**O. Judicial Origen:** Juzgado de 1ª Instancia nº 52 de Madrid

Autos de Procedimiento Ordinario 680/2014

**APELANTE:** MANCHA DE CRIPTANA SL

PROCURADORA Dña. MARIA ELENA MARTIN GARCIA

**APELADO:** D. Damaso

PROCURADORA Dña. RAQUEL MARÍA GARCÍA OLMEDO

**SENTENCIA**

**TRIBUNAL QUE LO DICTA :**

**ILMO/A SR./SRA. PRESIDENTE :**

D. CESÁREO DURO VENTURA

**ILMOS/AS SRES./SRAS. MAGISTRADOS/AS:**

Dña. MARÍA DE LOS DESAMPARADOS DELGADO TORTOSA

D. JESÚS MIGUEL ALEMANY EGUIDAZU

En Madrid, a trece de diciembre de dos mil diecisiete.

La Sección Undécima de la Ilma. Audiencia Provincial de esta Capital, constituida por los Sres. que al margen se expresan, ha visto en trámite de apelación los presentes autos civiles Procedimiento Ordinario 680/2014 seguidos en el Juzgado de 1ª Instancia nº 52 de Madrid a instancia de **MANCHA DE CRIPTANA SL** como parte apelante, representado por la Procuradora Dña. MARÍA ELENA MARTÍN GARCÍA contra **D. Damaso** como parte apelada, representado por la Procuradora Dña. RAQUEL MARÍA GARCÍA OLMEDO; todo ello en virtud del recurso de apelación interpuesto contra la *Sentencia* dictada por el mencionado Juzgado, de fecha 16/06/2016 .

VISTO, Siendo Magistrado Ponente **D. JESÚS MIGUEL ALEMANY EGUIDAZU.**



## I.- ANTECEDENTES DE HECHO

**PRIMERO.-** Por el Juzgado de 1ª Instancia nº 52 de Madrid se dictó Sentencia de fecha 16/06/2016 , cuyo fallo es del tenor siguiente:

"Que estimando la demanda interpuesta por el procurador D./Dña. Damaso , en nombre y representación de D./Dña. RAQUEL MARIA GARCIA OLMEDO frente al procurador D./Dña. MARIA ELENA MARTIN GARCIA en nombre y representación de MANCHA DE CRIPTANA SL debo declarar y declaro que Don Damaso ejercitó, en tiempo y forma, mediante carta de 29 de abril 2014 el derecho de venta reconocido a su favor en la cláusula 6.5 del pacto de socios formalizado el 1 de febrero de 2008. Perfeccionando la compraventa de las 165 participaciones de Clear Wind Eólica S.L, de las que es titular el actor, viniendo, desde entonces, la demandada Mancha de Criptana obligada a comprar esas participaciones.

Declarándose que el valor de mercado, real o razonable de Clear Wind Eólica S.L. está comprendido en un rango de valoración entre 85.897.000 y 87.170.000 €, siendo el valor medio de 86.533.000 €. Condenándose a la demandada a pagar al actor la cantidad de 2.271.491,25 € como precio por la compra de las 165 participaciones de C.W. de la que el actor es titular otorgando al efecto la correspondiente escritura pública de compraventa.

Con expresa imposición de costas al demandado."

**SEGUNDO.-** Contra la anterior resolución se interpuso recurso de apelación por la representación procesal de MANCHA DE CRIPTANA S.L., que fue admitido en ambos efectos, dándose traslado del mismo a la parte contraria que formuló oposición al recurso, y, en su virtud, previos los oportunos emplazamientos, se remitieron las actuaciones a esta Sección, sustanciándose el recurso por sus trámites legales.

**TERCERO.- Siglario** de esta sentencia: " **CC** ", Código Civil; " **DCFR** ", Borrador del Marco Común de Referencia de 2009, de los Principios, Definiciones y Normas Modelo de Derecho Privado Europeo; " **Del Ch** ", Delaware Court of Chancery; " **LEC** ", Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil; " **M€** ", millones de euros; " **NIIF** ", Norma Internacional de Información Financiera, según Reglamento (CE) nº 1126/2008 de la Comisión de 3 de noviembre de 2008 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad; " **PGC** ", Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad; " **SAP** ", sentencia de la Audiencia Provincial, sección y " **STS 1ª** ", sentencia del Tribunal Supremo de España, Sala Primera.

## II.- FUNDAMENTOS JURIDICOS

### I

#### OBJETO DE APELACIÓN

1. A) Demanda de D. Damaso .- El demandante es dueño de 165 participaciones (en lo sucesivo, la "**Participación**") representativas del 3% del capital social de la mercantil Clear Wind Eólica, S.L. (en adelante, "**Sociedad**"). La demandada, Mancha de Criptana, S.L. ("**Mancha de Criptana**") es también socia de la Sociedad.
2. A su vez, la Sociedad es un instrumental, en tanto socio industrial y minoritario (25%) de Gestamp Eólica, S.L. ("**GEOL**"), para la inversión destinada a la explotación de energías renovables. GEOL está dominada (75%) por Gestamp Energías Renovables, S.L. ("**GER**"), ambas integradas en el grupo Gestamp ("**Grupo Gestamp**"), siendo la sociedad cabecera "Corporación Gestamp. S.L."
3. El Acuerdo de Socios de la Sociedad (en adelante, "**Pactos parasociales**") incluye una opción de venta (en lo siguiente, "**Opción**") de la Participación a Mancha de Criptana, a precio de mercado valorado por un experto. El experto designado fue American Appraisal España, S.A. (en avante, "**Valorador**"), quien valoró la Sociedad en torno a 4,91 M€, luego la Participación en 147 300 € (en lo viniente, "**Valoración**"). El demandante entiende irrazonable la Valoración, aportando una valoración alternativa (desde ahora, "**Informe Forest Partners**").
4. D. Damaso sustenta su pretensión en una **acción de cumplimiento** de los Pactos parasociales y de la Opción, suplicando que se declare que la Valoración no se corresponde con el valor de mercado razonable, neto de deuda, de la Sociedad ni de GEOL, que el valor de mercado razonable neto de la Sociedad está comprendido en un rango de valoración entre 85,897 y 87,17 M€ siendo el valor medio 86,533 M€, condenándose a Mancha de Criptana a pagar al demandante 2 271 491,25 € por la compra de la Participación, otorgando la correspondiente escritura, más intereses desde la demanda, así como las costas. D. Damaso amplió la demanda para que se declarara que ejerció en tiempo y forma su Opción, por carta de 29/4/2014 y que, desde entonces, «se perfeccionó la compraventa», viniendo la demandada «obligada a comprar» la Participación.



5. **B) Contestación de Mancha de Criptana** .- La demandada resistió la pretensión con las siguientes **defensas** : (-a) vinculación del demandante a lo pactado y al procedimiento para el ejercicio de la Opción, habiendo asentido al nombramiento del Valorador como "arbitrador"; (-b) caducidad de la Opción el 13/5/2014, por falta de ejercicio al precio estipulado, conforme a la Valoración; (-c) ejercicio de la Opción ineficaz, por no acompañarse del consentimiento del cónyuge, también necesario para la perfección de la compraventa y sin posible ratificación transcurrido el plazo de ejercicio de la Opción; (-d) el demandante pudo no vender o vender en el mercado la Participación, pero el precio pretendido está fuera de mercado; (-e) precio fijado por el Valorador equitativo, adecuadamente valorado e inatacable; (-f) caducidad de la acción impugnatoria del arbitrio del Valorador, por transcurso de tres meses desde el conocimiento de la Valoración; (-g) correspondencia de la Valoración con el valor de mercado razonable de la Sociedad, lo que corrobora el dictamen adjunto (desde ahora, "**Informe Deloitte** "), frente a los errores metodológicos del Informe Forest Partners; (-h) mala fe y abuso de derecho.

6. **C) Sentencia recurrida** . - En primera instancia, se **estimó** la demanda. La Sentencia recurrida se fundamentó en los siguientes **considerandos** : (a) concurso de los elementos para la perfección de la compraventa; (b) ejercicio tempestivo de la Opción, aunque no se hubiera aceptado el precio; (c) actuación eficaz del comunero en beneficio de la comunidad de gananciales, sin oposición del cónyuge; (d) Valoración impugnable; (e) valoración razonable del Informe Forest Partners porque la política de dividendos no influye en el valor de las participaciones sino la capacidad de la Sociedad de generar flujos de efectivo, equiparando el PGC el valor razonable al valor de mercado y aceptando una prima de descuento del minoritario, siendo la rentabilidad del socio el dividendo más la revalorización del título, estando acreditado por la más documental presentada la capacidad creciente de la Sociedad y de GEOL de generar fondos y (f) imponiendo las costas a la demandada vencida.

7. **D) Apelación de Mancha de Criptana** . - La apelante interpone el recurso que sustanciamos, basándose en los siguientes **motivos** , que desarrollamos en la fundamentación: (1º) la Sentencia recurrida concede al demandante un derecho de venta en condiciones de precio que no tienen acomodo en la cláusula 6.5 de los Pactos parasociales; (2º) alega circunstancias que en todo caso determinan la ineficacia jurídica de la compraventa pretendida por D. Damaso , en las condiciones en que intentó su perfeccionamiento y (3º) radical improcedencia de la valoración alternativa aceptada por la Sentencia recurrida.

8. **E) Oposición a la apelación** . - D. Damaso combate el recurso por reproducción de los fundamentos de su demanda y remitiéndose a los razonamientos de la Sentencia recurrida. Añade que la renuncia anticipada a impugnar la Valoración es nula y que la argumentación del recurso se contradice con la jurisprudencia que admite la impugnación de las valoraciones. Además, el escrito de apelación altera el rector de contestación, negando ahora la apelante la figura del arbitrador. El apelado contraargumenta que la acción para impugnar la Valoración no se somete a plazo de caducidad y que el ejercicio de la Opción ha sido impecable, observando que el consentimiento del cónyuge solo es necesario en el acto dispositivo y a lo sumo origina un vicio de anulabilidad. Sobre las valoraciones de la Sociedad observa: el único dictamen pericial obrante en autos que ofrece una valoración razonable es el Informe Forest Partners; la Valoración es insostenible e ilícita porque solo el valor neto contable de la Sociedad la sextuplica, porque oculta la esencial valoración de GEOL, porque la valoración de GEOL contabilizada por el propio Grupo Gestamp se correspondería proporcionalmente con 879 630 € para la Participación, siendo esto un suelo impenetrable. Además, si solo se añadiera el valor razonable de los parques eólicos de Brasil (en lo que sigue, "**Negocio de Brasil** "), calculado con motivo de una operación societaria coetánea, la Participación se valoraría en 1 499 092 €, lo que es el suelo de cualquier valoración honesta. En un último excurso, observa que Mancha de Criptana y GEOL son sociedades vinculadas, que el valor resultante del Informe Forest Partners viene soportado por noticias de prensa económica y por el método de comparables y, finalmente, que la Valoración es especialmente irrazonable desde que difiere sin justificación la posibilidad de reparto de dividendos, lo que hace inadecuado el método de valoración empleado de descuento de dividendos.

## II

### CONFIGURACIÓN DEL DERECHO DE OPCIÓN

9. Los **Pactos parasociales** , en su cláusula Sexta «Condiciones y obligaciones para la transmisión de participaciones», estipulan en su apartado 5: « *Adicionalmente y durante un período de seis (6) meses a contar desde la fecha en que haya sido recibida por La Sociedad la valoración referida más adelante (la cual se encargará por La Sociedad dentro del mes de Enero de 2013 y deberá estar finalizada antes del 31 de Marzo de ese mismo año) cualquiera de los Socios podrá vender sus participaciones de La Sociedad a Mancha de Criptana, S.L. o a la persona física o jurídica que ésta designe, en el precio de valoración de mercado, neto de deuda (Equity Value) establecido, a partir de la valoración de La Sociedad y su participada Gestamp Eólica, S.L., por un banco de negocios de primera línea a seleccionar por acuerdo de los Socios o, si éste no fuera posible, por sorteo*



ante Notario de entre los tres bancos de negocios con mayor volumen de negocio o número de operaciones realizadas en el sector de las energías renovables en el año inmediato anterior a la fecha de valoración. Mancha de Criptana, S.L. tendrá obligación de comprarlas en este valor, o alternativamente podrá designar una persona física o jurídica que lo haga, en el plazo máximo de un (1) mes a contar desde la valoración » (f. 190 de autos).

10. Esta estipulación contenida en los Pactos parasociales es una **opción de venta** que, respecto al contrato típico de compraventa suplicado, es una variedad de **precontrato** (o contrato preparatorio), de la clase de la **promesa** (o compromiso), siendo la promesa **unilateral** (no promesa sinalagmática) y, al ser opción de venta, es sinónimo de **promesa unilateral de compra** por la demandada. La promesa unilateral es un contrato (o, para otros, un acto jurídico) por el que una parte -el promitente (o concedente u optatario)- acuerda con la otra -el beneficiario (u optante)- el derecho de optar por la conclusión de un contrato cuyos elementos esenciales están determinados, y para la formación del cual solo falta el consentimiento del beneficiario ( *sim* . art. 1124 I Code).

11. El artículo 1451 párr. I del **Código Civil** establece: «La promesa de vender o comprar, habiendo conformidad en la cosa y en el precio, dará derecho a los contratantes para reclamar recíprocamente el cumplimiento del contrato».

12. Compendiamos la **jurisprudencia** que afirma que el anterior **artículo** «comprende, por un lado, la promesa bilateral de comprar y vender [...]. Pero también se comprenden en dicha norma la promesa unilateral de vender o de comprar, en cuya virtud es uno solo de los futuros contratantes el que, adelantando en firme su consentimiento para la celebración del contrato queda pendiente, en las condiciones pactadas, de que la otra parte decida sobre su definitiva perfección» ( STS 1ª 607/2009, 22.9 ; cf. como contrato atípico, Pleno 552/2010, 17.9 y 257/2011, 6.4). «La opción de compra es una especie de **precontrato** » ( STS 1ª 722/2014, 18.2.2015 y juris. cit.; también 403/2009, 15.6 y 607/2009, 22.9 ) o «promesa unilateral de contrato» ( STS 1ª 607/2009, 22.9 y juris. cit.); «como concesión por una parte a la otra de la facultad exclusiva de decidir el poner en vigor el contrato principal de compraventa» ( STS 1ª 722/2014, 18.2.2015 y juris. cit.). «Puede ser otorgado por el concedente al optante sin precio, que sí lo habrá en la proyectada compraventa o bien se otorga por un precio, llamado también **prima** » ( STS 1ª 722/2014, 18.2.2015 ; et. 403/2009, 15.6 y 607/2009, 22.9 siendo la prima «elemento accesorio»). «Es generalmente de condición **unilateral** , salvo que el beneficiario de la opción haya de pagar una prima al que la otorga» ( STS 1ª 398/1974, 21.10 ). «Nada obsta a que la prima de la opción pueda operar como parte del precio de la compraventa una vez perfeccionada ésta» ( STS 1ª 629/2001, 22.6 ). «La opción de compra es esencialmente **temporal** ; [...] transcurrido el referido plazo, la opción queda extinguida y el comprador pierde su derecho» ( STS 1ª 722/2014, 18.2.2015 ; también 607/2009, 22.9 ). «El derecho de opción se configura como un derecho sujeto a plazo de caducidad [...]. La vigencia de la opción únicamente durante un tiempo determinado e inexorable es consustancial a su propia naturaleza pues de no ser así quedaría a voluntad del optante de modo indefinido la posibilidad de perfeccionar el contrato» ( STS 1ª Pleno 552/2010, 17.9 y juris. cit.). Además, se entiende «el acto de **ejercicio** del derecho de opción como declaración unilateral recepticia» ( *not* . STS 1ª Pleno 552/2010, 17.9 y juris. cit.; también 738/2016, 21.12 ). Finalmente, «la libertad de pactos consiente que el ejercicio de la opción se supedite al simultáneo ofrecimiento del pago, o a su consignación [o] momento del pago al contado era el de la formalización de la correspondiente escritura; es decir, en un momento posterior al de ejercicio de la opción» ( STS 1ª Pleno 552/2010, 17.9 y juris. cit.; también 257/2011, 6.4 ).

13. Sobre la llamada por la demandada-apelante a **particular configuración de derecho de venta** », donde se nos interpreta el régimen de transmisión de los Pactos parasociales; este argumento incurre en el sofisma de conclusión irrelevante o ignorar la cuestión ( *ignoratio elenchi* ) que es un mecanismo de argumentación incorrecto por falta de valor externo o simulación de problema. Una de las manifestaciones del vicio de falta de efecto útil o artificiosidad es el planteamiento de una «cuestión irrelevante o estéril, en tanto que cualquiera que fuere la respuesta judicial no tendría ninguna incidencia para resolver el recurso» ( STS 1ª 791/2010, 13.12 ; también 592/2010, 8.10 ).

14. Ciertamente, el **principio de finalidad** es inherente a una correcta tasación. Por ejemplo, el valor en funcionamiento de una empresa no coincide con el valor de liquidación (v. Resolución de 18.10.2013, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, sobre el marco de información financiera cuando no resulta adecuada la aplicación del principio de empresa en funcionamiento). No obstante, en el caso enjuiciado, la interpretación de los Pactos parasociales no afecta a la Valoración salvo por el necesario respeto el tenor literal para calcular, precisamente, el valor de mercado de los recursos propios, que es la cuestión crucial del litigio ( *punctum pruriens iudicii* ).

15. Bajo circunloquios, Mancha de Criptana preconiza que el optante debe estar a la Valoración practicada o que, si el demandante, tras conocer la Valoración, no estaba interesado en vender a tal precio, lo procedente era la **renuncia** al ejercicio de su derecho. Esta tesis de máxima vinculación a la Valoración es contraria al





efecto útil de la jurisprudencia sobre la revisibilidad de las tasaciones y a una inteligencia correcta del derecho a la tutela judicial efectiva ( art. 24.1 CE ) ante conductas lesivas de un derecho. Justamente, el socio no tiene por qué aquietarse al incumplimiento de lo pactado renunciando a su derecho, menos todavía si se infringe a su vista. Precisamente, la fuerza vinculante del contrato ( art. 1091 CC , *lex contractus* ) y el principio de cumplir los pactos ( art. 1258 CC , *pacta sunt servanda* o *stare pactis* ) presuponen que el Valorador presente un valor de mercado razonable y no irrazonable. Lo anterior, con independencia de que el tercero designado pueda contraer responsabilidad por lesionar el crédito de uno de los contratantes.

16. En este sentido, la razonabilidad de la Valoración no es formal sino **material** , no deriva de quién la practica ni del procedimiento seguido, sino del resultado alcanzado. El compromiso de Mancha de Criptana es comprar la Participación a valor razonable, sin que la actuación del Valorador permita desvincularse de la promesa. La apreciación es simétrica: Mancha de Criptana tampoco estaría obligada a comprar la Participación si la Valoración hubiera resultado irrazonablemente elevada. En doctrina trasladable a los Pactos parasociales, el Tribunal Supremo tiene declarado: «El análisis de ambas normas evidencia: 1) Que, la designación del auditor se rodea de ciertas garantías tendentes a potenciar su imparcialidad, pero que, desde luego, no aseguran el acierto; y 2) que lo que la norma atribuye a los herederos es el derecho a obtener el "valor razonable" de las participaciones "valoradas por el auditor de cuentas" designado por el Registrador Mercantil, no el "valor fijado por el auditor designado", coincida o no con el razonable. [...] no se cumple el objetivo perseguido por la norma -determinar el valor razonable de las participaciones y a la postre su precio- sólo porque se haya seguido el procedimiento fijado para la designación del Auditor por el Registro Mercantil [tasador por la Sociedad], ya que con ello se garantiza la independencia del mismo y la titulación adecuada para la función que se le asigna, pero no prejuzga el acierto del informe» ( STS 1ª 320/2012, 18.5 ).

17. Sobre el argumento que el demandante contaba con la posibilidad de **vender la Participación en el mercado** , sin necesidad de ejercitar la Opción, una vez comprobada la Valoración; debe ser rechazado también por soslayar el derecho del optante, por carecer de fundamento financiero y por tergiversar la recta interpretación del contrato con disquisiciones desviadas, como entender esencial que la Valoración fuera previa al contrato y no posterior a una compraventa perfecta. La venta en mercado abierto es una opción para el demandante, pero no es una opción real para recibir el valor razonable de la Participación. Es notorio que las participaciones minoritarias no encuentran fácilmente un mercado ( *lack of marketability discount* ) y acusan un significativo descuento sobre el valor estrictamente proporcional al *equity value* total de la compañía ( *minority discount* ). Precisamente, la Opción incluida en los Pactos parasociales se endereza a facilitar la salida del minoritario, instituyendo a Mancha de Criptana como contrapartidista convencional. Diversamente, la cláusula 6.6 de los Pactos parasociales, que es una cláusula de arrastre ( *drag-along* ), beneficia al mayoritario ya que, por mor de la cláusula, puede obligar al minoritario a vender, para obtener así el sobreprecio que dimanaría de transferir el dominio completo de la Sociedad al eventual adquirente, sin minoritarios enojosos. El artículo 1284 del Código Civil declara: «Si alguna cláusula de los contratos admitiere diversos sentidos, deberá entenderse en el más adecuado para que produzca efecto». Realmente, si la Opción ha de tener alguna utilidad es como cláusula de salida en protección del minoritario.

18. A continuación, la optataria apelante critica la Sentencia recurrida por haber asumido la secuencia propia de los contratos en los que el precio se fija con **arbitrio de un tercero** ( art. 1447 CC ). Sin embargo, la propia Mancha de Criptana, en su escrito fundamental de contestación, entiende que el Valorador es un arbitrador, con cita del artículo 1447 del Código Civil ( f. 818 y Fundamento III de la contestación ) para extraer de ello unas consecuencias jurídicas que no han prosperado. Ahora en el recurso se innova ( *contra* art. 456 LEC ) apartándose de la tesis del arbitrio o asumiéndola, según sea la defensa opuesta. En todo caso, con independencia de nominalismos, explicaremos ( *infra* Fundamento IV ) que la solución no varía porque el tribunal debe entrar a revisar la Valoración.

19. Termina este motivo del recurso con otra falacia de accidente, cual es considerar que «la posibilidad excepcional y jurisprudencialmente reconocida de revisar en sede judicial el precio determinado por un tercero ex artículo 1447 CC , tiene precisamente su justificación en la medida en que **la compraventa sea jurídicamente irreversible** , es decir, cuando la decisión de venta –con el consecuente perfeccionamiento de la operación– es adoptada *ex ante* y bajo el desconocimiento de cuál será la valoración del tercero». No obstante, no hallamos en la jurisprudencia este fundamento, putativo, de la revisibilidad del precio. El derecho del optante también es digno de protección jurídica y su dilución al rango de expectativa jurídica indefensa, constituiría también un daño consumado.

### III

#### EJERCICIO DE LA OPCIÓN



20. **A) Caducidad del derecho de impugnación** .- Mancha de Criptana sostiene que el hipotético derecho de impugnar la Valoración estaría caducado, por aplicación, a todo caso de impugnación de la decisión de un arbitrador por falta de equidad, del artículo 1690 párr. I inciso 2º del Código Civil : «En ningún caso podrá reclamar el socio que haya principiado a ejecutar la decisión del tercero, o que no la haya impugnado en el término de tres meses, contados desde que le fue conocida». Alega que el plazo legal de tres meses se cuenta desde que la decisión del Valorador fue conocida por el demandante, siendo pacífico que la Valoración se le notificó el 12/11/2013. Sin embargo, la demanda no fue interpuesta hasta el 8/5/2014, con el plazo de impugnación de tres meses sobrepasado y, por tanto, caducado.

21. Frente a la extensión del plazo del artículo 1690 a otras arbitraciones distintas, que cuenta con el favor de algunas voces, nos parecen más atendibles las opiniones de los tribunales (también de autores no menos insignes), que **niegan la extensión del plazo** . (a) El plazo del artículo 1690.1 del Código Civil se circunscribe a una **finalidad netamente societaria** : se trata de decidir el reparto de los resultados de la sociedad, y no puede mantenerse la incertidumbre sobre una operación de tal trascendencia, pues ello afectaría al buen funcionamiento de la sociedad, luego no hay *eadem ratio* con el caso enjuiciado. (b) La mayoría de la Civilística extranjera y buena parte de la doctrina patria entienden que el tercero a quien se defiere la valoración, actúa como un **mandatario** frente a los contratantes, luego el artículo 1714 del Código Civil puede servir de fundamento, quizá con mayor razón, para legitimar la acción de impugnación (v. SSAP Madrid 28ª 204/2008, 29.7 y 311/2009, 23.12 ) y este artículo no establece plazo alguno de caducidad. (c) Puestos a buscar plazos de caducidad por analogía ( *quod non* ) nos parece, y así ha propuesto alguna doctrina, que el Valorador es más asimilable a la figura del **perito tasador** de seguros cuyo dictamen puede ser impugnado por el asegurado disconforme durante ciento ochenta días ( art. 38 VII Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro ). (d) Los **tribunales** no han hecho uso de la analogía con el artículo 1690 más allá de sostener la impugnabilidad del arbitrio y no para declarar la caducidad de la acción: «se admite la aplicación analógica del art. 1690 CC pero en el ámbito del art. 1447 CC y a los únicos fines de considerar impugnabile la decisión de los arbitradores en orden a determinar el precio en la compraventa cuando así lo hubieren convenido los contratantes. Y, evidentemente, una cosa es acudir por analogía al art. 1960 [sic] CC para reconocer un derecho de impugnación en principio no previsto en el Código, como en aquella sentencia se hizo, y otra muy distinta aplicar un plazo de caducidad, con las graves consecuencias de pérdida de derechos que de ello se derivan, a una acción para la que la ley no establece plazo alguno» ( SAP Barcelona 15ª 272/2005, 11.5 ). (e) No resultaría **coherente** (contradicción valorativa) que el plazo para impugnar la Valoración premuriera al plazo de ejercicio de la Opción. (f) En cuanto al **fundamento de la institución** de la caducidad, el demandante venía mostrando su disconformidad con la Valoración luego, ya rota la paz o seguridad jurídicas, (fa) ni el deudor ha encontrado más difícil defenderse por el «ofuscante paso del tiempo», (fb) ni el transcurso del tiempo indica tolerancia o un acreedor «perezoso» por su derecho (Part. 3.29.22), que pudiera haber engendrado una confianza legítima en el deudor de que no será demandado. (g) Por la complejidad del objeto de litigio y el «tradicional requisito de la **actio nata** , conforme al cual el cómputo del plazo de ejercicio de la acción, salvo expresa disposición que establezca lo contrario, no puede empezar a computarse al menos hasta que se tiene o puede tenerse cabal y completo conocimiento de la causa que justifica el ejercicio de la acción. Tal principio se halla recogido actualmente en los principios de Derecho europeo de los contratos (art. 4:113). En definitiva, no puede privarse de la acción a quien no ha podido ejercitarla por causa que no le es imputable, como es el desconocimiento de los elementos determinantes» (arg. SSTS 1ª 422/2010, 5.7 y Pleno 769/2014, 12.1.2015 y ss.) sin que el demandante estuviera en condiciones razonables de litigar hasta que dispuso del Informe Forest Partners (6/5/2014). (h) Aunque frente al axioma *odiosa restringenda* , algunas resoluciones han aplicado caducidades por analogía en el mismo ámbito y cuando puede aseverarse sin género de duda la identidad de razón; repugna al principio de tutela judicial efectiva la aplicación de **plazos sorpresivos** para el justiciable, a quien no es exigible la atenta lectura de una monografía del año 1957 o que actúe en prevención de opiniones doctrinales nada pacíficas (sin *communis opinio doctorum* ) y no aprobadas en la doctrina de los tribunales.

22. **B) Ejercicio correcto de la Opción** .- Para la apelante, el ejercicio errático y abusivo por el demandante de su pretendido derecho, impide en todo caso considerar perfeccionada la compraventa en los términos declarados por la Sentencia recurrida.

23. En primer lugar, Mancha de Criptana suscita la cuestión, intrascendente para la solución jurídica del caso de que, con ocasión del despido del demandante, los **tribunales laborales** no se pronunciaron sobre la Opción por falta de jurisdicción. No se sigue de lo anterior un ejercicio abusivo del derecho por el demandante, porque la manifestación de una voluntad impugnativa es una reacción natural a un despido improcedente.

24. Respecto a la **carta en la que el demandante ejerció la Opción** , de 29/4/2014 ( *doc. nº 33 de la demanda* ), la demandada-apelante considera que la expresión « en un importe por encima de 1.200.000 € » no constituye un modo de ejercicio válido del derecho, por lo que es imposible declarar la perfección de la compraventa en tal fecha, al precio establecido por la Sentencia recurrida.



25. Sobre lo anterior, no cabe mutilar el contenido de la carta. En su ordinal 1º, el demandante formalmente ejercita la Opción dentro del plazo previsto. Además, añade que no comparte la Valoración y que « *los expertos que he consultado sitúan el rango medio de la horquilla de precios para mi paquete de participaciones en un importe por encima de 1.200.000 €* ». La misiva concluye anunciando la demanda judicial.

26. Visto lo anterior, el ejercicio de la Opción es **tempetivo** (*tempore utile*) y formalmente **correcto**, sin que pueda obligarse al optante a asumir la Valoración que no comparte o a aceptarla con reserva de impugnación (lo que sería un *circuitus inutilis*). El optatario tiene perfecto conocimiento de que la Opción ha sido ejercida.

27. Sobre el **momento de perfección de la compraventa**, ante la alegación de la recurrente de que «la fijación del precio por persona distinta de los contratantes, en virtud del citado artículo 1447, es una condición que integra una voluntad externa al contrato pero decisiva en él, y por tanto no puede tener efecto retroactivo, ya que hasta el momento de emitirse no comunica a aquél la vigencia de su perfeccionamiento»; es lo cierto que no toda la doctrina admite la tesis tradicional (desde el Derecho justiniano) del negocio condicional. Además y en cualquier caso, el artículo 1447 del Código Civil utiliza una ficción legal de que el negocio es **completo** con la expresión «para que el precio se tenga por cierto», luego teniéndolo por **perfecto**, y ello aunque el arbitrio sea ulterior. El Tribunal Supremo tiene declarado que «la facultad de dejar la fijación del precio de una compraventa al arbitrio de una tercera persona, a que se refiere el repetido artículo 1447 del Código Civil, tiene, respecto del contrato en que tal cosa se conviene, ciertas características tanto de condición resolutoria como suspensiva: la primera porque si no llega a realizarse desaparece el contrato, y la segunda, porque al llevarse a cabo corrobora la perfección del mismo, puesto que esa voluntad externa, como acertadamente la llama el recurrente, que ha de determinar el elemento económico del contrato de compraventa concertado, se hallaba previamente consentida por los contratantes al comprometerse de antemano a aceptar el precio en aquella forma establecido, y por ello, salvo pacto expreso en contrario, este precio ha de estimarse en relación con el momento y ocasión en que la prestación del consentimiento que dio vida al contrato pertinente tuvo lugar» ( STS 1ª 294/1956, 21.4 ). «El requisito del precio cierto del artículo 1445 del Código queda cumplido aunque no se precise cuantitativamente en el momento de la celebración del contrato, siendo lícito determinarlo después siempre que no requiera un nuevo convenio, pues puede y debe estimarse igualmente como cierto el precio que convenga fijar las partes mediante avalúo, en forma de antemano conocida y regulada por las leyes y como en el caso de autos, se señaló el que se fijara al inventariar lo cedido, apreciado como tal precio, en que se ha fijado pericialmente, por peritos designados de acuerdo por las partes, no puede hablarse de falta de precio» ( STS 1ª 161/1970, 30.3 ). «El artículo 1447 del Código civil prevé la perfección del contrato de compraventa a falta de determinación del precio en caso de que éste lo señale una persona determinada, que puede ser uno o más de uno, árbitros. En el caso presente, los demandados y recurridos en casación hicieron la oferta que fue aceptada por la sociedad demandante y recurrente, pese a que el precio no estaba determinado pues no se había aceptado el propuesto en la oferta y el artículo 7 de los Estatutos preveía que en caso de desacuerdo lo fijaran personas determinadas, tres árbitros de equidad. [...] el contrato de compraventa sí se perfeccionó. [...] hubo oferta y aceptación que produjo el consentimiento, como dice el artículo 1262, aunque no se entregó ni la cosa ni el precio, como dice el artículo 1450, dejándose el señalamiento del precio a personas determinadas, como dice el artículo 1447, siempre del Código civil, que son los arbitradores que deben ser nombrados» ( STS 1ª 1112/2000, 29.11 ).

28. **C) Consentimiento del otro cónyuge** .- La demandada-apelante opone la imposibilidad jurídica de disposición de la Participación sin el consentimiento del cónyuge del demandante, casado en régimen de gananciales.

29. El artículo 1377 del **Código Civil** declara en su párr. I: «Para realizar actos de disposición a título oneroso sobre bienes gananciales se requerirá el consentimiento de ambos cónyuges».

30. Contamos con doctrina acerca de que la **concesión de una opción de compra** sin consentimiento del otro cónyuge determina su anulabilidad si la concesión es a título oneroso, y su nulidad si es a título gratuito: «El problema jurídico suscitado debe ser resuelto en el sentido de que el negocio de que se trata compromete el futuro de un bien inmueble ganancial y, por consiguiente, está sujeto al principio de "cogestión" que establece el art. 1375 CC, en el sentido de que no basta para su plena validez la actuación de uno solo de los cónyuges, sino que se precisa también el consentimiento del otro, de modo que no habiendo intervenido la Sra. Raquel en dicho contrato, ni prestado el consentimiento en forma alguna para tal operación, está facultada para ejercitar la acción de nulidad (anulabilidad o impugnabilidad), y al haberlo hecho dentro del plazo legal de cuatro años previsto en el último párrafo del art. 1301 CC, procede acordar la nulidad solicitada. [...] la capacidad exigible para celebrar el contrato de opción es la que se necesita para otorgar el contrato de compraventa a que la opción se refiere y lo mismo ocurre con el poder de disposición. El concedente (promitente u optatario) ha prestado ya su consentimiento y no se precisa que lo vuelva a prestar» ( STS 1ª 1029/2000, 14.11 ; también 773/2008, 23.7 ).



31. En el presente **ejercicio de la Opción de venta**, siendo cierto que constituye un acto de disposición, no se trata de un acto a título gratuito, con sanción de nulidad ( art. 1378 CC ), sino de un acto a título oneroso porque se recibe en contraprestación el precio de la Participación; luego el ejercicio de la Opción resulta meramente anulable a instancia del cónyuge protegido que no hubiera consentido (y el optatario carece de legitimación activa), quien puede confirmar el contrato ( art. 1309 CC ), como efectivamente hizo. «La venta de un bien inmueble ganancial (disposición a título oneroso), por uno de los cónyuges sin el consentimiento del otro no es nula de pleno derecho, sino simplemente anulable a instancia del cónyuge que no concurrió a prestar el consentimiento o de sus herederos, no a instancia del que vendió, ni de la persona que con él contrató, por lo que, si tal acción de anulabilidad no se ejercita, el contrato es plenamente válido y vinculante para los que lo concertaron. Todo ello, sin perjuicio de que el consentimiento de uno de los cónyuges, cuando concurre el expreso del otro, puede revestir forma tácita o presunta, tanto por su asentimiento, como por su aquietamiento y conformidad a la actividad dispositiva materializada por el otro, pero con apoyo en las voluntades coincidentes de ambos [...], consentimiento tácito que, como declaran las coincidentes sentencias de instancia, aparece evidenciado en el presente supuesto litigioso» ( STS 1ª 530/2008, 5.6 y juris. cit.).

32. Precisamente, la situación de anulabilidad no comporta la invalidez del ejercicio de la Opción sino su «situación de **eficacia claudicante**» (en general, SSTS 1ª Pleno 769/2014, 12.1.2015 y 435/2016, 29.6 ). La acción de anulación tiene efectos constitutivos sobre la relación jurídica (*ius facit*). La pretensión de anulación es una pretensión constitutiva ( STS 1ª 259/2014, 16.5 ), a diferencia de la acción de nulidad que es declarativa. «La figura doctrinal de la anulabilidad, o sea una clase de invalidez contractual dirigida a la protección de un determinado sujeto -una de las partes del contrato-, de manera que únicamente él pueda alegarla, hasta tal punto que el contrato anulable se puede estimar como inicialmente eficaz, si bien con una eficacia, como afirma la doctrina, de tipo claudicante, e incluso como válido mientras no se impugne, o sea, mientras no sea firme la resolución judicial que declare su anulación» ( STS 1ª 1086/1998, 27.11 ). En esta línea, las propuestas normativas internacionales más avanzadas asumen la tesis de la validez del contrato hasta la anulación (DCFR II 7:212[1]). En este sentido, la anulabilidad ni impide el ejercicio de la Opción en plazo ni obsta la perfección de la compraventa.

#### IV

#### IMPUGNACIÓN DE LA VALORACIÓN

33. **A) Calificación de la prestación del Valorador** .- Desde una Constitución del año 530 se reconoce, ya sin duda, la validez de la venta «en cuanto aquella persona hubiere estimado» (*quanti ille aestimaverit*), «no debiéndose atender en lo sucesivo a ninguna conjetura, y mucho menos adivinación, sobre si los contratantes llegaron a estos pactos refiriéndose a persona cierta, o al arbitrio de un hombre bueno» (Cod. Iust. 4.38.15 e Inst. 3.23.1). En nuestro Derecho histórico inmediato, se dijo: «Pero si el comprador e el vendedor se auienen en otro ome alguno, metiendolo en su mano, que el señalasse el precio, por quanto sea vendida la cosa; estonce, señalando el precio aquel en cuya mano lo ponen valdra la vendida. E si este, en cuya mano lo meten, señalasse el precio desaguissadamente, mucho mayor, o menor, de lo que vale la cosa, estonce deue ser endereçado el precio segun aluedrio de omes buenos. Mas si aquel, en cuya mano lo meten, muriesse ante que señalasen el precio, estonce non valdría la vendida» (Part. 5.5.9).

34. El arbitrador no es **árbitro** (Preámbulo de la Ley de 22 de diciembre de 1953 por la que se regulan los arbitrajes de Derecho Privado). «No se considerará arbitraje la intervención del tercero que no se haga para resolver un conflicto pendiente, sino para completar o integrar una relación jurídica aún no definida totalmente» (art. 2 II; *prob* . SSTS 1ª 744/1995, 22.7 ; 1112/2000, 29.11 ; 765/2010, 30.11 ; 320/2012, 18.5 y 635/2012, 2.11 ). Dentro del arbitraje compromisorio se distingue hoy entre el arbitraje de Derecho y el de equidad (*ex æquo et bono*). Históricamente, también se reconoció el arbitraje libre, según leal saber y entender.

35. En la **integración del precio por el tercero** se diferencian las siguientes variantes: (1º) **libre arbitrio** (*arbitrium merum*), solo impugnabile por mala fe (arg. art. 1349 II Codice); (2º) **arbitrio de equidad** (*arbitrium boni viri*), decisión equitativa del arbitrador, atacable por iniquidad; (3º) el **avalúo** (o tasación o estimación o dictamen o "juicio de peritos" [ art. 1486 I CC ]), que es una determinación del precio según normas de experiencia, científicas o técnicas (*lex artis*), impugnabile por su infracción y (4º) **agente de cálculo**, actividad de mera determinación según referencias externas, revisable por error de cálculo.

36. El llamado "**arbitrio técnico**" es un oxímoron que, en realidad, significa desarrollar una valoración técnica dentro de un margen de apreciación razonable (al igual que la llamada "discrecionalidad técnica" en el ámbito administrativo). Aunque para la pericia como medio de prueba, La Ley de Enjuiciamiento Civil apunta a una plena revisión jurisdiccional de «método, premisas, conclusiones y otros aspectos del dictamen» ( art. 347.1-3º y 348 LEC ). Además, no cabe revestir de juicio técnico los juicios de prudencia cuando «su apreciación no requiere conocimientos científicos, sino que se aprecian sensiblemente por toda persona y por tanto no puede





versar sobre tal extremo el dictamen de peritos que la Ley lo regula cuando para conocer o apreciar algún hecho sea necesaria instrucción especial técnica o práctica» ( STS 1ª 965/1964, 17.12 ).

37. La **valoración de empresas** es, propiamente, una actividad de avalúo. Para señalar el precio de la empresa (juicio técnico), el valorador debe conducirse prudentemente, adoptando decisiones instrumentales (selección de método de valoración, variables relevantes o inputs adecuados) y no desconociendo restricciones jurídicas al encargo (marco legal o contractual). La valoración de empresas se desenvuelve dentro de un margen de apreciación. «El juicio profesional que se aplicará en diferentes situaciones de valoración puede ser distinto» (NIIF 13 B1; sobre la justificación de decisiones u opciones, v. g. art. 61.2 II Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras).

38. El artículo 1447 del **Código Civil** establece: «Para que el precio se tenga por cierto bastará que lo sea con referencia a otra cosa cierta, o que se deje su señalamiento al **arbitrio** de persona determinada. [//] Si ésta no pudiere o no quisiere señalarlo, quedará ineficaz el contrato».

39. Frente a las opiniones que en nuestra **doctrina** precodificadora (v. GARCÍA GOYENA, *Concordancias*, com. art. 1369) negaron la validez de la compraventa sujeta a la «estimación por peritos» y las más recientes que prefieren no radicar el juicio de peritos en el artículo 1447; el Derecho histórico abordó la cuestión en esta sede y también los antecedentes comparados (desde POTHIER, *Vente* ¶ 24-5 hasta art. 1592 Code que incluso ha reemplazado la expresión «arbitrage d'un tiers» por «estimation d'un tiers» [L. nº 2016-1547 de 18.11.2016]).

40. En todo caso, la jurisprudencia subsume las labores de determinación del valor objetivo de los títulos bajo la figura del **arbitrio de un tercero** del artículo 1447, si bien con terminología diversa (arbitrador, dictamen arbitral o perito). «El precio dejado al arbitrio de tercero es una de las formas de fijar este elemento en los contratos de compraventa y no se trata de dejar el contrato al arbitrio de una de las partes, ya que lo que ocurre es que estando conformes en la celebración del contrato, se deja a un tercero que fije el definitivo precio» ( STS 1ª 765/2010, 30.11 ). «La figura del arbitrio de un tercero («arbitrador») [...] a modo de negocio *per relationem*, desemboca en una decisión de obligado acatamiento para comprador y vendedor» ( SSTS 1ª 158/1986, 10.3 y 765/2010, 30.11 ). «La determinación del precio por un tercero está admitida explícitamente por el art. 1447 del Código Civil -"se deje su señalamiento al arbitrio de una persona determinada"-, lo que se configura en la doctrina como un complemento o integración de una relación, o mejor, una realización o sustitución de una concreta actividad negocial» ( STS 1ª 118/2010, 22.3 ). «A lo que procede añadir que no cabe confundir lo que es valoración de un medio de prueba (periciales) -que es actividad procesal- con el juicio sobre lo que jurídicamente constituye un complemento o integración de una relación, o mejor, como dice la superior doctrina una realización o sustitución de una concreta actividad negocial, es decir, la fijación del precio de las acciones sociales por los auditores, que, con independencia de que tenga similar contenido de dictamen pericial que la pericia, es, sin embargo a efectos del proceso, una actividad sustantiva» ( STS 1ª 87/2010, 9.3 que dice: «nos hallamos ante una hipótesis de arbitrio de tercero -lo que excluye tanto el arbitraje, como el *tertium genus* denominado por un sector doctrinal "dictamen arbitral"-; pero cf. reconociendo el "dictamen arbitral" por oposición a "prueba pericial" y a "decisión arbitral" la STS 1ª 63/2011, 28.2 ).

41. **B) Impugnabilidad de la Valoración** .- «Considerando que el precio es el elemento esencial y más característico de la compraventa, debiendo ser cierto, según la definición que de dicho contrato da el artículo 1445 del Código Civil, certeza que no supone el que necesariamente se precise su cuantía en el momento de la celebración del contrato, sino que su determinación puede hacerse o bien con referencia a otra cosa cierta, o dejando su señalamiento al arbitrio de persona determinada, lo que hace las veces de condición, pues el artículo 1447 ordena que si la designada no pudiera o no quisiera señalarlo, quedará ineficaz el contrato, pero fijado, tiene fuerza vinculante para las partes si éstas lo designaron como árbitro, y si lo fue como Perito, aunque el Código, a diferencia de las Partidas, no prevé expresamente que su decisión pueda ser impugnada, la doctrina científica, recogida en la Sentencia [294/1956] de 21 de abril de 1956, autoriza tal impugnación, entre otros casos, cuando el árbitro falta a las instrucciones que las partes le señalaron para la fijación del precio» ( STS 1ª 697/1966, 22.11 ; también 27/1955, 27.1 implícitamente, 158/1986, 10.3 y 320/2012, 18.5 ).

42. La **renuncia anticipada a impugnar judicialmente** la valoración es nula. «La cláusula donde las partes «pactaron la renuncia a impugnar judicialmente la decisión del arbitraje convenido» [...] una estipulación como la transcrita desconoce el fundamental «derecho al proceso» en el orden jurisdiccional civil, impidiendo el de obtener la tutela efectiva reconocido en el artículo veinticuatro, apartado primero, de la Constitución y por lo tanto el de acudir a los Tribunales para alcanzar una resolución fundada, vicio determinante de la ineficacia de la renuncia de que se trata en cuanto vulnera una norma inserta en la Lex Suprema, a cuyo mandato habrá de acomodarse lo prevenido en el artículo sexto, párrafo dos, del Código Civil, sobre la carencia de validez de tal acto dispositivo cuando contraría el interés o el orden público» ( STS 1ª 158/1986, 10.3 ).



43. **C) Motivos de impugnación** .- «Además de la responsabilidad a que pudiere dar lugar» ( SSTS 1ª 635/2012, 2.11 y 635/2012, 2.11 ) y a pesar de que la demandada-apelante expone una visión muy restrictiva de la impugnabilidad, los motivos posibles de impugnación son varios, pudiendo estar interrelacionados:

44. **a)** Por « **vicios en el consentimiento** » del tercero ( *obiter* SSTS 1ª 158/1986, 10.3 y 320/2012, 18.5 ).

45. **b)** La **mala fe** : «en el caso de obrar el arbitrador con mala fe -criterio de imputación subjetivo-» ( *obiter* STS 1ª 118/2010, 22.3 ; *sim* . 87/2010, 9.3 ).

46. **c)** La **iniquidad manifiesta** (en expresión de Dig. 17.2.79) que, aunque propiamente afectaría al arbitrio de equidad, algunas resoluciones también la han aplicado a la actividad de valoración. «La impugnabilidad de la determinación del auditor presenta dos facetas: la objetiva de haber faltado manifiestamente a la equidad - *manifesta iniquitas* - ("cuando evidentemente haya faltado a la equidad" en la dicción del art. 1690, párrafo primero, del Código Civil)» ( STS 1ª 118/2010, 22.3 ; *sim* . 87/2010, 9.3 ). «La normativa legal no establece un criterio concreto para la determinación del precio por el tercero. No hay problema cuando nos hallemos ante un *arbitrium merum* , porque, al dejarse la decisión a la libre voluntad o leal saber y entender del arbitrador, su criterio vincula a los interesados. El tema es más complejo cuando se trata de un *arbitrium boni viri* . La mejor doctrina entiende que los artículos 1447 y 1690 CC contienen instituciones paralelas y, por consiguiente, es aplicable al supuesto de aquél la norma del segundo relativo a la designación de la parte de cada uno de los socios en las ganancias y pérdidas de la sociedad civil que somete el juicio del tercero, al que se le confía la designación, a "la equidad"» ( STS 1ª 118/2010, 22.3 ). «En la aplicabilidad analógica del criterio de la equidad ex art. 1690 CC para dirimir la controversia, [...] es aplicable a las otras hipótesis de arbitrador que no contienen la previsión explícita del *arbitrium boni viri* , siempre que las partes no optaran por el *arbitrium merum* -en el que por las mismas se deja la decisión a la libre voluntad o leal saber y entender del arbitrador-» ( STS 1ª 87/2010, 9.3 ). El Derecho comparado y las propuestas normativas suelen limitar la impugnación a la determinación de precio con manifiesta iniquidad, claro error aritmético o grosera irrazonabilidad (DCFR II 9:106[2]; también art. 5.1.7[3] Principios Unidroit; § 319[1] BGB, 1349 I Codice; cf . § 26[3] VÕS estonia por la «buena fe y razonabilidad») lo que justifican sus comentaristas porque «las partes, al elegir la valoración por una tercera persona, asumieron los riesgos de errores» (BAR/CLIVE [eds.], *Principles* I 2010).

47. **d)** «Cuando el árbitro falta a las **instrucciones** que las partes le señalaron para la fijación del precio» ( STS 1ª 697/1966, 22.11 ; también 158/1986, 10.3 ). «Al convenir en que la fijación del precio [...] se confiase a un tercero, no debe entenderse en el sentido de que la actuación de esta persona hubiera de estar en absoluto libre de toda reguladora limitación, porque eso sería dar a la palabra "arbitrio", que emplea el aludido artículo 1447 del Código Civil , tan extraordinaria amplitud que pudiera llegar a la arbitrariedad, exceso que no hay que suponer que lo quisieran los contratantes y menos que lo autorizase la Ley, sino que lo indudablemente lógico en estos casos es que se expongan a la persona a quien tal encargo se confía las condiciones y circunstancias de lo convenido para que con arreglo a ellas emita su decisión arbitral» ( STS 1ª 294/1956, 21.4 ). «La llamada a la equidad no es autónoma, sino ligada a la desviación de las instrucciones señaladas por las partes a los arbitradores» ( STS 1ª 822/2006, 1.9 ).

48. **e)** Cuando el arbitrador infringe la **lex artis** «y, al fin, adecuada a las técnicas por las que se rige la actividad de los auditores, al tener aquel esa condición profesional y ser lógico suponer que la misma fue determinante de su designación por los contratantes» ( STS 1ª 828/2011, 25.11 ). «El concepto de equidad al que se refiere el art. 1690 CC es el del precio justo - *iustum pretium* -, en relación con el concepto de "justicia del caso particular". Habrá de estarse al auténtico valor de la cosa, en el que la certeza se somete a las reglas de la experiencia. Prevalece la idea objetiva y requiere adecuación a las circunstancias. Como sostiene la mejor doctrina, el arbitrador queda sujeto a observar "un criterio objetivamente adecuado al criterio normal dentro del sector de la comunidad en que se realiza la determinación"» ( STS 1ª 118/2010, 22.3 ; *sim* . 87/2010, 9.3 ). «Este arbitrador no tiene libertad para fijar el valor que considere procedente a su libre albedrío y con independencia de que sea razonable o no, ya que la Ley no tolera la transformación del arbitrio en arbitrariedad y la exigencia de que fije un "valor real" o un "valor razonable" excluye el *merum arbitrium* e impone el deber de actuar de acuerdo con las reglas del arte exigibles en el desempeño del encargo [...] queda sujeto a observar un criterio objetivamente adecuado al criterio normal dentro del sector de la comunidad en que se realiza la determinación» ( STS 1ª 635/2012, 2.11 *sim* . 320/2012, 18.5 ).

49. En concreto, se infringe la **lex artis** cuando la **valoración no es razonable** . «"Valorar" las participaciones, lo que tiene un componente objetivo muy superior al de "fijar el precio" regulado en el artículo 1447 del Código Civil , aunque a la postre la valoración tenga como objetivo fijar este-. Por ello no será admisible un valor que no sea el razonable, sin necesidad de *manifestainiquitas* (manifiesta iniquidad) o de una actuación de mala fe» ( STS 1ª 320/2012, 18.5 ; también 828/2011, 25.11 y 635/2012, 2.11 ).

50. **D) Consecuencias de la anulación de la Valoración** .- Distíngase dos casos:



51. **a) Designación de persona determinada** . En nuestro sistema, el artículo 1447 del Código Civil establece que cuando se deja el señalamiento del precio al arbitrio de persona determinada «[s]i ésta no pudiere o no quisiere señalarlo, quedará ineficaz el contrato». La consecuencia de la ineficacia está prevista «con referencia a persona determinada, en quien ellas [las partes] depositan su confianza [...] no podrá una de las partes compeler a la otra al nombramiento de otro tercero, porque puede no tener en ningún otro la confianza que le impelió al nombramiento del primero» (GARCÍA GOYENA, *Concordancias* , com. art. 1369). «Cuando una tercera persona deba determinar el precio o cualquier otro término contractual y no pueda o no lo hará, un tribunal puede, a menos que esto sea inconsistente con los términos del contrato, designar a otra persona para determinarlo» (arg. DCFR II 9:106[1]). No es el caso enjuiciado porque el tercero era de género limitado. Los socios no designaron *ex ante* y *nominatim* al Valorador American Appraisal por razón de una específica confianza.

52. **b) Tercero que fija un precio irrazonable** . «Si el precio u otro término determinado por una tercera persona es groseramente irrazonable, se sustituye por un precio o término razonable» (arg. DCFR II 9:106[2]). «Se ha discutido (y en esa polémica se incide en el recurso objeto de esta resolución) si el arbitrio objetivo puede ser impugnado sólo con efectos anulatorios (de modo que el negocio quedará ineficaz por falta de uno de sus elementos, el precio) o con efectos revisorios, de modo que pueda revisarse el precio fijado incorrectamente, manteniendo el negocio su eficacia pero quedando obligadas las partes a cumplirlo en el precio resultante de la revisión. Pues bien, la mejor doctrina considera que, con carácter general, el arbitrio objetivo puede ser impugnado con efectos revisorios cuando su motivación es defectuosa [...], de modo que el juez puede corregir la decisión incorrecta sustituyéndola por la correcta» ( SAP Madrid 28ª 204/2008, 29.7 ). «El Código Civil declara la ineficacia del contrato en los supuestos en los que la fijación del precio se atribuye a "persona determinada", no en aquellos en los que las partes no han determinado *intuitu personæ* la concreta persona que debe fijarlo y en modo alguno excluye la determinación por los tribunales. [...] El vacío estatutario no impide que sean los tribunales quienes fijen el valor de las acciones si los términos del contrato o de los estatutos no lo impiden [...] tal revisión o sustitución, nada tiene que ver con la rescisión por lesión enorme de nuestro derecho histórico, sino con el incumplimiento por el designado del encargo fijar el valor razonable de las acciones» ( STS 1ª 635/2012, 2.11 citando propuestas normativas, a las que añadimos los comentarios al art. 5.1.7[3] Principios Unidroit y DCFR II 9:106, § 319[1] BGB, 1349 I Codice o § 26[11 ] VÖS).

53. Sobre los **posibles resultados** , el Tribunal Supremo (v. STS 1ª 635/2012, 2.11 y SAP Madrid 28ª 84/2014, 14.3) contempla: [1] la anulación y la **sustitución** por la valoración judicial. Pero ante la «insuficiencia de datos fiables», el tribunal puede, a fin de evitarse el *non liquet* ( art. 1.7 CC ), [2] señalar el precio **equitativamente** ( *ex æquo et bono* ) en función de la prueba obrante en autos o [3] dejar su determinación a fase de **ejecución de sentencia** .

54. Luego, de existir datos fiables, juega una **prelación** a favor de la declaración judicial del valor razonable ya que, en esta materia, el arbitrio de equidad debe ser un criterio subsidiario al llamado arbitrio técnico (como el arbitraje de equidad frente al arbitraje de Derecho [ art. 34.1 Ley 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje ]) y, además, existe el riesgo de que en ejecución de sentencia se reproduzca la controversia porque, si bien el tribunal podrá nombrar un perito que dictamine sobre el avalúo de los títulos ( *ex art. 715 LEC* ), la tercera pericial podría no ser de utilidad dirimente.

V

## DETERMINACIÓN DEL VALOR RAZONABLE DE LAS PARTICIPACIONES

55. **A) Revisión de la prueba pericial** .- El artículo 348 de la Ley de Enjuiciamiento Civil sobre « **Valoración del dictamen pericial** » establece: «El tribunal valorará los dictámenes periciales según las reglas de la sana crítica». Nuestro sistema parte de la regla *iudex peritus peritorum* , es decir, el valor probatorio de las respuestas de los peritos se fija libremente por el tribunal ( SSTS 1ª Pleno 246/2016, 13.4 ; también 320/2012, 18.5 ; 635/2012, 2.11 y 363/2016, 1.6 ), aunque la jurisprudencia ofrece pautas para esta valoración (v. SSTS 1ª 702/2015, 15.12 ; 320/2016, 17.5 ; 514/2016, 21.7 ; 593/2016, 5.10 ; 649/2016, 3.11 y juris. cit.).

56. Los **dictámenes periciales** son prueba admisible de Valoración porque responden a conocimientos técnicos o prácticos ( art. 335.1 LEC ) por ser contrastables, generalmente conocidos, con unos márgenes reglamentados o conformes a las normas profesionales y, máxime, por emplear métodos generalmente aceptados hasta el punto su recepción por el subsistema normativo de la Contabilidad. Además, es una prueba pertinente, útil y lícita ( art. 283 LEC ). Las normas procesales de prueba «no están diseñadas para la búsqueda exhaustiva del conocimiento cósmico sino para la decisión particularizada de litigios» ( SAP Madrid 11ª 216/2017, 2.6 cit. *Daubert v Merrell Dow Pharmaceuticals Inc* 509 US 579 [1993]). Lo anterior con independencia de que, en la práctica de esta clase de disputas ( *value litigation* ), los peritos se enfrentan cual



duelistas (*dueling experts*) y la disparidad de las conclusiones que alcanzan es impropia en una actividad que se tiene por técnica y desarrollada con sujeción a un deber legal de objetividad ( art. 335.2 LEC ).

57. Las apreciaciones de la Sentencia recurrida sobre la Valoración y sobre los dictámenes periciales practicados, deben complementarse por las más específicas que siguen y reemplazarse en la fundamentación no coincidente.

58. **B) Valor razonable de la Participación** .- El **valor razonable** (*pretium commune*) de la Participación (*mutatis mutandis* de toda empresa) es el precio que se percibiría por la venta de la Participación «mediante una transacción ordenada entre participantes en el mercado en la fecha de valoración» (NIIF 13 Valoración del valor razonable).

59. La **razonabilidad** es un concepto vago (o borroso), con una zona de penumbra. «No existe un único "valor razonable" de acciones y participaciones sociales, habida cuenta de los múltiples factores que pueden influir en su determinación [...] sólo puede hablarse de aproximaciones o juicios razonables sobre el valor real» ( STS 1ª 635/2012, 2.11 ); «singularmente en el caso de sociedades cerradas, en las que la dificultad o imposibilidad de desinversión por parte del titular las aleja de la consideración de bienes fungibles intercambiables fácilmente por dinero en un mercado libre» ( STS 1ª 320/2012, 18.5 ). «El campo [de la valoración] es tanto un arte como una ciencia» y «un tema recurrente en los casos de valoración es el choque de opiniones expertas sobre el valor contrarias y a menudo antagónicas» (*battle of experts*, en expresión de *In re Appraisal of Dole Food Co* 114 A3d 541 [Del Ch 2014]). «El valor de una compañía no es un punto en una línea sino un rango de valores razonables y la tarea del juez es asignar un valor particular dentro de este rango como el valor más razonable a la vista de toda la prueba relevante» (*Merion Capital LP v Lender Processing Servs Inc* [Del Ch 16.12.2016]).

60. **C) Método de valoración** .- Conforme al « **Principio de finalidad** », «la finalidad de la valoración condiciona el método y las técnicas de valoración a seguir. Los criterios y métodos de valoración utilizados serán coherentes con la finalidad de la valoración» (arg. art. 3.1 b] Orden ECO/805/2003). En el supuesto enjuiciado, la valoración de la Sociedad tiene como objetivo determinar el precio al que el demandante, en tanto que ejerciente de la Opción, vende la Participación a Mancha de Criptana.

61. La **jerarquía de valor razonable** confiere la prioridad más alta a los precios cotizados en mercados activos para títulos idénticos y la prioridad más baja a las variables no observables (arg. NIIF 13). El principio rector del método es emplear aquella técnica de valoración que maximiza el uso de variables observables pertinentes y minimiza el uso de variables no observables.

62. 1º) Un **precio cotizado** en un mercado activo -mercado en el que las transacciones se llevan a cabo con frecuencia y volumen suficientes como para facilitar información sobre la fijación de precios de forma permanente- proporciona la evidencia más fiable sobre el valor razonable, y debe emplearse sin ajustar para valorar el valor razonable, siempre que esté disponible.

63. 2º) Para empresas no cotizadas, con acciones o participaciones sociales que otras partes mantienen como activo, debe valorarse su valor razonable mediante el **precio cotizado en un mercado que no está activo** para el título.

64. «La mejor forma de determinar el valor es la exposición a un mercado» (*Till v SCS Credit Corp* 541 US 465 [2004]). Sobre la **utilidad** de esta prueba, «las valoraciones internas contemporáneas del demandante son valoraciones del mundo real de "inversores astutos" que tienen que "respaldar sus creencias con sus carteras". Sus visiones pueden probarse tanto o incluso más creíbles que las opiniones de expertos de valoración confeccionadas para el litigio. [...]. Semejantemente, un tribunal puede considerar ofertas de terceros de compra de activos de la compañía, como un control real sobre cualquier valoración determinada de otro modo. [...] Los peritos pueden actuar estratégicamente cuando seleccionan compañías comparables u operaciones precedentes, cuando escogen múltiples o cuando eligen los inputs para sus cálculos del coste del capital. Quizás de modo más importante, los estudios académicos han demostrado que los expertos alcanzan inconscientemente resultados más altos o bajos dependiendo de si representan al demandante o al demandado debido a fenómenos cognitivos como el sesgo de apego (*attachment bias*)» (*In re Appraisal of Dole Food* cit.; antes, sobre el proceso de selección natural de los inversores, *Matter of Central Ice Cream Co* 836 F2d 1068 [7th Cir 1987]). «El precio al que la gente compra y vende de hecho, poniendo su dinero donde están sus bocas, es susceptible de ser más preciso que las conclusiones de cualquier analista. [...] No hay un valor "verdadero" o "intrínseco" para ningún activo. El valor de una empresa es solo lo que ella, o sus activos, alcancen en el mercado. No está escrito que el agua (de la que la vida depende) sea más barata mientras que el oro (que se valora principalmente como decoración) será caro; todo depende de las fuerzas de la oferta y la demanda, no de un valor intrínseco. Luego en pretensiones de condena, los tribunales intentan aproximarse a los resultados de transacciones de mercado, no generar otras medidas de valor. [...] El proceso de valoración por peritos puede oscurecer más que iluminar el valor bajo estudio, mientras que los procesos del mercado





superan los sesgos, rarezas y errores personales. Aprovechando el control del propio interés (¿las personas respaldarán sus pareceres con dinero?), los precios de mercado tienden hacia el valor que los inversores más astutos ponen a los activos. De aquí la fuerte preferencia de los tribunales y de la SEC por valores basados en el mercado más que otros manufacturados por "expertos"» ( *Metlyn Realty Corp v Esmark Inc* 763 F2d 826 [7th Cir 1985]).

65. Si no se dispone de precios observables en mercados activos o no activos, debe acudir a otra técnica de valoración como:

66. **3º) El método de la renta** convierte los importes futuros (p. ej. flujos de efectivo [ *cash-flows* ]) en un único importe actualizado (es decir, descontado). Cuando se emplea el método de la renta, el valor razonable refleja las expectativas del mercado actuales sobre dichos importes futuros. El valor actual (que es una aplicación del método de la renta) es una herramienta que se emplea para vincular importes futuros (p. ej., flujos de efectivo) a un importe actual mediante un tipo de descuento. Una valoración por medio de una técnica de valor actual tiene en cuenta todos los elementos siguientes desde el punto de vista de los participantes en el mercado en la fecha de valoración: (a) Una estimación de los flujos de efectivo. (b) Las expectativas sobre las posibles variaciones en el importe y el calendario de los flujos de efectivo que representan la incertidumbre inherente a los flujos de efectivo. (c) El valor temporal del dinero, es decir, tipo de interés sin riesgo por inversión en activos especialmente seguros. (d) El precio por soportar la incertidumbre inherente a los flujos de efectivo (es decir, una prima de riesgo). (e) Otros factores que los participantes en el mercado tendrían en cuenta dadas las circunstancias. Es un método conceptualmente correcto para empresas con expectativa de continuidad (frente al valor de liquidación), siendo el tipo de descuento la rentabilidad exigida apropiada a las acciones o participaciones.

67. «La valoración DCF, aunque compleja en la práctica, se asienta sobre un simple **principio** : el valor de la compañía en el momento de la [valoración] es simplemente la suma de los futuros flujos de efectivo descontados al valor presente. El cálculo, sin embargo, solo es tan fiable como los inputs en los que nos fiamos y las asunciones subyacentes a esos inputs» ( *In re Appraisal of SWS Grp Inc* [Del Ch 30.5.2017]; *sim* . *In re Appraisal of Petsmart, Inc* [Del Ch 26.5.2017]).

68. La **Participación** , como todo activo, tienen valor por su capacidad para generar flujos de efectivo en el futuro ( *spe fructus* ). El socio espera percibir flujos de efectivo futuros de sus títulos de tres modos: (1) como dividendo, cuando los beneficios de la compañía se distribuyen periódicamente a los socios; (2) como plusvalía o apreciación del capital (o depreciación) cuando el título se vende en algún momento en el futuro con un beneficio (o pérdida) o (3) como cuota de liquidación cuando, en una disolución, el socio recibe el valor residual de los activos de la compañía después de haberse satisfecho todos los créditos de los acreedores.

69. «En **términos financieros** , el valor del título en un día dado (su "valor actual") es cuánto dinero un inversor estaría dispuesto a pagar tal día para obtener el derecho a recibir los flujos de efectivo del título en el futuro. Teóricamente, el valor presente del título se derivaría, primero, trazando los flujos de efectivo esperados del título, basándose esencialmente en una agregación de las probabilidades de todos los posibles eventos futuros. Esta corriente proyectada de ingresos sería luego retrodescontada al día presente (i.e. reducida al valor que alguien estaría dispuesto a pagar hoy por la corriente de flujos de efectivo futuros), utilizando un factor de descuento que diera cuenta de (1) la incertidumbre (o riesgo) de las proyecciones de flujos de efectivo futuros y (2) el coste de oportunidad del comprador de invertir el dinero en el título antes que en algún otro activo productivo de riqueza. Desafortunadamente, es a menudo bastante difícil estimar con precisión flujos de efectivo futuros o elegir el factor de descuento apropiado. Como resultado, los cálculos sobre el valor actual del título invariablemente serán aproximaciones inciertas. [...] La tasación colectiva de los participantes del mercado se considera una medida más fiable del valor del título que las estimaciones subjetivas de uno o dos peritos» ( *In re Prince* 85 F3d 314 [7th Cir 1996]).

70. Donde ya cuentan con un cuerpo de doctrina, se ha reconocido la **utilidad** del método de flujos de efectivo descontados ( *discounted cash flow* [" **DCF** "]). El modelo de descuento de flujos «es el enfoque que merece la mayor confianza en la comunidad financiera» ( *Merion Capital* cit.).

71. Con todo, no todos los flujos de efectivo merecen la misma credibilidad. Los tribunales debemos expresar «una preferencia fuerte por las **proyecciones de la Dirección** . Como es natural, anteriores decisiones han reconocido que es adecuado ser escéptico de pronósticos de expertos *post hoc* guiados por el litigio. De modo similar, las proyecciones de flujos de efectivo han sido descritos por este tribunal como el input más importante en la ejecución de un DCF, y, ausentes proyecciones fiables un análisis DCF es simplemente una adivinanza. Las proyecciones fiables de la Dirección, de flujos de efectivo anteriores a la [operación] se deben valorar por encima de las proyecciones de los expertos ante el litigio» ( *SWS Grp Inc* cit.). La fiabilidad debe otorgarse, sobre todo, a las proyecciones de la Dirección en el curso ordinario del negocio» ( *Acp Master Ltd v*



*Sprint Corp* [Del. Ch. 21.7.2017]) y no así a empresas sin un historial consistente de proyecciones (*Petsmart* cit.). Además, «la precisión de la valoración DCF depende de la precisión de las proyecciones en que se confía [...] proyecciones más allá de unos pocos años deben más al deseo que a la razón» (*In re ISN Software Corp* [Del. Ch. 11.8.2016]).

72. El método es **inferior en la jerarquía** de valor razonable a transacciones reales porque «tales valoraciones son altamente sensibles a asunciones sobre el coste y tasa de crecimiento de la compañía, y sobre la tasa de descuento. Es un asunto sencillo incrementar o reducir el resultado de un análisis de flujo de efectivo en un 200% haciendo cambios en asunciones que parecen insignificantes en sí mismas. Los riesgos de los "estudios de valoración" en la litigación son bien conocidos» (*Metlyn* cit.).

73. 4º) El **método de mercado** emplea precios y otra información relevantes generados por medio de transacciones en el mercado que involucran activos, pasivos o un grupo de activos y pasivos idénticos o comparables (es decir, similares), como puede ser un negocio.

74. «Un análisis de compañías comparables solo es apropiado cuando las compañías seleccionadas son **verdaderamente comparables**. La carga de establecer que las compañías usadas en el análisis son de hecho comparables descansa sobre la parte que busca emplear el método de comparables. Las compañías seleccionadas no necesitan ser una correspondencia perfecta; sin embargo, para ser útil, la metodología debe emplear una muestra buena de efectivamente comparables» (*SWS Grp Inc* cit.).

75. Este método de mercado fue utilizado en la Valoración « a través de Múltiplos de transacciones (€/MW) para valorar los proyectos en fase inicial de Pipeline de la Compañía a Fecha de Valoración » (f. 591).

76. Finalmente, el **valor contable** (también llamado valor en libros, patrimonio neto, recursos propios o fondos propios de la empresa) es un método generalmente inadecuado para valorar una empresa. La Contabilidad es un sistema de información histórico, mientras que el valor de las acciones (o participaciones) depende de las expectativas. Además, la Contabilidad se atiene a principios específicos como el de prudencia valorativa ( art. 38 c] CCom ) y ello aunque «en sintonía con los pronunciamientos internacionales se considera conveniente suprimir el carácter preferente con que el principio de prudencia se enuncia en el artículo 38 del Código de Comercio » (Preámbulo de la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea). Por ello, casi siempre el valor contable es inferior al valor de mercado. Como el valor de las acciones depende de las expectativas (futuro) de la empresa, la contabilidad sólo tendrá algo que ver con el valor de las acciones en el caso de aquellas empresas en las que se espere que el futuro sea parecido al pasado. Lo anterior no impide que el valor contable pueda ser orientativo como suelo de valoración (v. SSAP Madrid 28ª 204/2008, 29.7 y 311/2009, 23.12 ; recelando de métodos "estáticos", SSTS 1ª 320/2012, 18.5 y 635/2012, 2.11 ).

77. Expuestos los métodos anteriores, tanto la Valoración como el Informe Forest Partners emplean métodos conceptualmente posibles, pero de inferior grado en la jerarquía de valor razonable a otras aproximaciones que deciden en esta resolución.

78. **D) Vinculación a los Pactos Parasociales .-** En un marco contractual, el valorador debe estar a lo pactado en el contrato. Conforme a los Pactos parasociales, la Valoración debe obtener « *el precio de valoración de mercado, neto de deuda (Equity Value)* ».

79. El **valor de una empresa** en funcionamiento proviene de la capacidad de la misma para generar flujos de efectivo para los socios. Pero debe distinguirse entre el valor de la empresa y el **valor de sus recursos propios** .

80. Supongamos que el dueño de una vivienda tasada en 1 M€, con una hipoteca de 700 000 €, decide venderla. El valor de la vivienda es el millón de euros, así como el valor de la empresa es el valor de todas las pretensiones contra la empresa (siendo el capital una forma de pretensión). No obstante, el valor para el propietario de la vivienda es de 300 000 €, que es el precio (común o razonable) que podría obtener por la misma si la vendiera a un comprador que se subrogara en la carga hipotecaria. Esa es la parte del valor de la vivienda que cabe atribuir a los recursos propios del propietario y no a los del banco.

81. El "**valor de la empresa**" (*enterprise value*) es la suma del valor de la deuda financiera más el valor de los recursos propios. El flujo de efectivo libre (*free cash flow* ["**FCF**"]) permite obtener directamente el valor total de la empresa. Es el excedente de los flujos generados por la empresa, después de atender a todos los desembolsos ligados con sus costes operativos e impuestos y con las inversiones previstas, pero suponiendo que no existe deuda financiera y que, por lo tanto, no hay gastos financieros. Este excedente es el disponible para atender la devolución y remuneración de las fuentes de financiación de la empresa (socios y acreedores). El flujo de efectivo libre es el excedente financiero repartible sin perjudicar el funcionamiento de la empresa (*salva rerum substantia*). Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se descuentan



(o actualizan) los FCF utilizando la rentabilidad exigida promedio (ponderado) de deuda y acciones (WACC), es decir, en la proporción en que la deuda y las acciones financian la empresa.

82. Diversa y correctamente, los Pactos parasociales estipulan que el precio de venta de la Participación se determina por referencia al **valor de mercado de los recursos propios** (*equity value*), esto es, el precio de mercado para comprar las acciones o participaciones de una sociedad. Este valor de los recursos propios se obtiene a través de los flujos de efectivo para el socio (*equity cash flow* ["**ECF**"]). Es el efectivo repartible a los socios (principalmente dividendos, pero no sólo) después de haber cubierto las necesidades de inversión, cumplido con los proveedores de bienes y servicios corrientes y de haber abonado los gastos financieros y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en el caso, como aquí, de que exista deuda). Al actualizar el flujo para los socios, la tasa de descuento apropiada es la rentabilidad exigida por los socios. El ECF representa el dividendo potencialmente máximo que se puede distribuir con el disponible generado en el ejercicio.

83. Ciertamente, el FCF y el ECF coinciden en aquellas empresas sin deuda financiera (o no apalancadas). Pero no es el caso de la generalidad de las empresas, ni de la Sociedad ni de GEOL.

84. En esto se comprueba que el **Informe Forest Partners** utiliza el FCF, por lo que debe ser descartado: (a) contraviene los Pactos parasociales y, además, (b) el FCF es un método adecuado para calcular el valor de toda la empresa pero no el de sus títulos representativos del capital.

85. Aunque no lo hubieran especificado los Pactos Parasociales, como lo hacen, conceptualmente es más correcto el ECF que el FCF para la Sociedad valorada ya que la **financiación del proyecto** (*project finance*) es una parte crítica que debe afectar al modelo de valoración, especialmente cuanto mayor es el grado de apalancamiento. Ello a pesar de que el ECF deba considerar, por la parte del descuento de la deuda, como variable no observable, los eventuales cambios de la estructura de apalancamiento (luego debería ajustarse en consecuencia la tasa de descuento y no limitarse a una tasa constante). Sí son variables observables los compromisos contractuales limitativos de la disponibilidad de los fondos (especialmente, cumplimiento de ratios).

86. Lo anterior unido a razonadas objeciones del **Informe Deloitte** al Informe Forest Partners, no habiendo sido rebatido en oposición al recurso, que (1) el Informe Forest Partners comete errores en el cálculo de los FCF (aunque la discrepancia señalada supondría, en verdad, una minusvaloración: el Informe Deloitte imputa al Informe Forest Partners haber tomado como base impositiva el beneficio antes de amortizaciones [resultado operativo o EBITDA] y no después [resultado de explotación o EBIT o BAIT]), (2) identifica valor de los proyectos de GEOL con el valor del negocio de GEOL, y en la estimación del valor de negocio no ha tenido en cuenta los costes de GEOL por los que da servicio a los diferentes proyectos, de un importe relevante; (3) aplica una tasa de descuento uniforme a los flujos de efectivo en las distintas divisas y (4) la WACC estimada es excesivamente baja en comparación (e incluso inferior) al tipo de interés libre de riesgo (bonos a 10 años como inversión *alibi*), máxime en proyectos embrionarios (f. 1095 y 1106 ss.).

87. **E) Valoración manifiestamente irrazonable** .- Por su parte, la Valoración de la Participación es manifiestamente irrazonable por las siguientes consideraciones:

88. **1º) Método de descuento de dividendos** . La demandada-apelante, con el apoyo del Informe Deloitte, afirma que el método de descuento de dividendos coincide con el de descuento de flujos del accionista, al considerar un dividendo del 100% de la caja disponible para el accionista (f. 607 y 612).

89. Los **dividendos** son los pagos periódicos a los socios y constituyen el único flujo relevante para los socios, salvo aquellos socios con otros objetivos (crecimiento, salarios, prestigio o poder, etc.). Según este método, el valor de una acción o participación es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella. La **rentabilidad exigida** a los títulos, también llamada coste de los recursos propios (o coste del capital [*cost of equity*]), es la rentabilidad que esperan obtener los socios para sentirse suficientemente remunerados, luego para mantener sus acciones o para no despedir al equipo directivo. Se obtiene sumando a la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo del país en que se invierte (tasa libre de riesgo), una prima de riesgo compuesta por el riesgo objetivo de la empresa más el riesgo subjetivo en función de la aversión al riesgo del concreto inversor.

90. En abstracto, el modelo de descuento de dividendos ("**DDM**") es un modelo inferior en la jerarquía de valor razonable al de otros modelos DCF, máxime para la Sociedad de que tratamos: (a) la Sociedad no es una empresa madura, con un historial consistente de pago de dividendos que permita extrapolaciones, no siendo posible una predicción razonable sobre el momento y cuantía del pago de los dividendos. (b) La política de dividendos no necesariamente correlaciona con la creación de valor de empresa. Esto se debe a que cuando una empresa reparte más dividendos, normalmente reduce su crecimiento porque distribuye el dinero a sus socios en lugar de reinvertirlo. (c) El DDM incluye demasiadas variables no observables, que no afectan a otros



DCF: política de dividendos, tasa de crecimiento de los dividendos o el sistema fiscal de los distintos países que incentiva o desincentiva su reparto. (d) Ciertamente, el DDM puede llegar a ser más realista para valorar una participación minoritaria, centrada en los dividendos que pueda obtener, y menos adecuado para una participación de control para la que el dividendo es irrelevante si no repartirlo aumenta el valor de la empresa. Pero en el marco de los Pactos parasociales, no se distingue (en protección del minoritario) entre paquetes mayoritarios y minoritarios.

91. En concreto, la equivalencia entre descuento de dividendos y ECF que se nos presenta por el Valorador y por el Informe Deloitte, hace una desatenta abstracción de una de las premisas adoptadas para la Valoración, que consiste en el **no-reparto de dividendos** hasta que la Sociedad y GEOL paguen toda la deuda. « *Se ha considerado como condición para el reparto de dividendos, tanto para GEOL como para CW, la devolución previa de la totalidad de la financiación externa* » (ff. 594 y 612).

92. Ciertamente, el ECF es el dividendo potencialmente máximo repartible. Además, la demandada-apelante asevera que la Valoración no depende de la política de dividendos, en tanto contempla una distribución del 100% de la caja disponible.

93. Sin embargo, la restricción de no-reparto hasta el pago de la deuda implica que, en el modelo de la Valoración, la Sociedad o GEOL no esperan dividendos hasta el año 2030 (f. 645). La arbitrariedad de esta condición es sumamente relevante cuando los recursos propios se valoran mediante el método de descuento de dividendos. De hecho, bajo esta premisa, el método de descuento de los dividendos es radicalmente inadecuado para hallar el valor razonable de los recursos propios. Aunque el objeto de análisis es la Sociedad o GEOL (no la política de reparto de dividendos de otras sociedades del Grupo); no se demuestra ni se llega a alegar (salvo esparcir martingalas inconducentes) que los préstamos concedidos a la Sociedad o a GEOL supediten el reparto de dividendos a la amortización completa de la deuda. La Valoración bajo esta restricción, por manifiestamente irrazonable, determina por sí misma su repulsa.

94. **2º) Modelo CAPM.** La Valoración estima la tasa de descuento de los recursos propios utilizando el modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (f. 613).

95. El inversor que invierte en una cartera que replica el índice bursátil padece el riesgo de mercado. Quien pudiendo tener una cartera perfectamente representativa del índice, invierte en una concreta acción sufre el riesgo específico de la acción, luego exige una rentabilidad adicional a la del mercado ( **prima de riesgo de mercado** ). Cuanto más o menos volátil sea una acción respecto al mercado, la rentabilidad exigida será superior o inferior a la del mercado. La beta ( $\beta$ ) de la acción es el coeficiente que mide el riesgo de la acción, comparado con el del mercado. En consecuencia, la rentabilidad esperada de la acción debe ser igual a la rentabilidad libre de riesgo más una prima de riesgo proporcional a la prima de riesgo de mercado. En el largo plazo, se obtiene una rentabilidad proporcional al riesgo que sufres, estando correlacionados riesgo y rentabilidad.

96. Pero este modelo, que puede ser útil para la gestión de carteras diversificadas, existe un cierto consenso en que resulta **escasamente útil** en la búsqueda del valor razonable de inversiones en empresas no cotizadas, e incluso de las que no sean grandes cotizadas. No se adecúa al criterio de normalidad ya que, frente a la observación de sentido común de que los inversores tienen distintas expectativas (dependiendo de su información, formación, aversión al riesgo), el CAPM asume que todos los inversores tienen expectativas homogéneas acerca del riesgo y rentabilidad de cada acción y del mercado en su conjunto. Además, identificar rentabilidad exigida (deseo estable) con rentabilidad esperada (dispersa e inestable en los estudios) y deducir esta de la rentabilidad histórica (especialmente en compañías incipientes) es una cadena de errores. «Beta mide el riesgo de mercado o sistemático. Beta es una función de la relación esperada entre la rentabilidad de un valor individual y la rentabilidad del mercado. Beta se usa junto con la prima de riesgo del capital para estimar la prima de riesgo esperada de la compañía como componente de su coste del capital. Un cambio relativamente pequeño en beta puede afectar sustancialmente al WACC y, en consecuencia, el resultado del modelo de descuento de flujos. Aunque la determinación de beta es un ejercicio importante, puede ser bastante teórico. Las teorías de los expertos divergen significativamente de su medida, llevando a valoraciones marcadamente diferentes» ( *In re Appraisal of DFC Global Corp* [Del. Ch. 8.7.2016] en un caso de valoración de empresa).

97. En definitiva, el modelo CAPM empleado en la Valoración abusa de variables no observables o inverificables, por lo que el método debe postergarse a otros en la jerarquía de valor razonable.

98. **3º) Descuento del paquete minoritario** . La Valoración considera que el paquete del minoritario debe ajustarse con un descuento en torno al 25% (f. 616).

99. Ciertamente, **en abstracto** , «una entidad debe seleccionar variables que sean coherentes con las características del activo o pasivo que los participantes en el mercado tendrían en cuenta en una transacción





con ese activo o pasivo (...). En algunos casos, dichas características dan lugar a un ajuste como, por ejemplo, una prima o un descuento (p. ej., una prima por control o un descuento por participación no dominante)» (NIIF 13.69).

100. No obstante, el valor razonable en casos de valoración de la participación minoritaria no siempre es equivalente al valor de mercado razonable, luego no siempre ha lugar a descuentos del minoritario o por falta de mercado.

101. En supuesto análogo, el Tribunal Supremo declara la « **Inadmisibilidad de la "actualización negativa" de paquetes minoritarios** »: «Sin perjuicio de que en la valoración de acciones y participaciones para determinadas finalidades cabe una actualización "negativa" de los paquetes minoritarios cuando el adquirente se coloca en una posición alejada de la gestión y control de la sociedad, o "positiva" si permite hacerse con ella, en los casos de ejercicio del derecho de adquisición preferente en los que el precepto concreta el precio en el "valor razonable", no puede identificarse con el "precio probable" en un mercado cerrado que podría llegar al monopolio y, a la postre, a su determinación por una de las partes, sino con el valor de la parte proporcional de la empresa -en este caso en función del valor de la empresa en funcionamiento-, de tal forma que huelgan primas de control y descuentos por minoría, ya que en otro caso se penalizaría al transmitente que sufriría un detrimento de su patrimonio en beneficio directo de quien las adquiere por un precio inferior a su valor o al adquirente que debería pagar un sobrepago por ejercitar su derecho» ( STS 1ª 635/2012, 2.11 ; también para la separación de socios, 63/2011, 28.2 ). «Mientras uno puede estar sujeto a un descuento del minoritario si vendiera su interés minoritario a un tercero, no se sigue que un descuento similar deba aplicarse necesariamente cuando el accionista mayoritario es el comprador» ( *Laserage Technology v Laserage Laboratories* 972 F2d 799 [7th Cir 1992]).

102. Otro supuesto de exclusión de descuentos se produce cuando el minoritario tiene **derecho contractual** a obtener el valor razonable estrictamente proporcional ( *pro rata* ) al valor razonable total. En el marco de los Pactos parasociales, debe estarse a lo pactado, con efecto tuitivo del socio minoritario, sin previsión de descuentos y, literalmente ( art. 1281 I CC ), « *a partir de la valoración de la Sociedad y su participada* », siendo la valoración de la Participación un puro cálculo reflejo proporcional de la valoración de GEOL y por consecuencia de la instrumental Sociedad.

103. Análogamente a los derechos legales de **protección de la minoría** , se afirma que «la utilización de descuentos inyecta especulación en el proceso de valoración, falla en dar a los socios minoritarios el valor proporcional completo de su participación, anima a las compañías a expulsar a los minoritarios y penaliza a la minoría por aprovechar la protección otorgada por las leyes de derechos de los discrepantes» ( *Swope v Siegel-Robert Inc* 243 F3d 486 [8th Cir 2001]).

104. Finalmente, no es objeto de juicio la posición de **otros beneficiarios** de opciones de venta que no ejercieron su derecho, ni Mancha de Criptana ostenta legitimación para invocar derechos o intereses ajenos ( art. 10 LEC ).

105. **F) Valoración por el método de comparables** .- El **Informe Forest Partners** propone este método para corroborar el método FCF. El término de comparación es el precio (múltiplo) medio del megavatio instalado en transacciones supuestamente comparables.

106. No obstante, la comparabilidad de las compañías y transacciones seleccionadas en el Informe Forest Partners está ayuna de prueba. Es más, en el **Informe Deloitte** se descarta la comparabilidad (sin que el escrito de oposición combata específicamente esta censura) por razones que asumimos. En síntesis, porque (a) los supuestos comparables presentan una dispersión en precio por megavatio de más del 46%, lo que excluye la comparabilidad de alguna de ellas si no todas las transacciones comparables, aportando el Informe Deloitte contraejemplos con importantes diferencias de precio en operaciones aparentemente comparables (f. 1102). (b) Además, los parques eólicos en Brasil seleccionados, a diferencia de los de GEOL, se benefician de planes de incentivos que hacen que el precio de venta del megavatio prácticamente triplique el de los parques que aportan valor a GEOL (f. 1095). (c) La comparación de parques eólicos exigiría demostrar una homogeneidad mínima del régimen de vientos, momento de la vida útil en que se produce la transacción y el impacto regulatorio sobre cada parque. (d) Para los parques eólicos en los que el Informe Forest Partners no identifica operaciones comparables, se vale de un informe de parques eólicos europeos con transacciones de hasta dos años anteriores, pretendiendo inadecuadamente su extrapolación a parques situados en Sudáfrica, México y Turquía (ff. 1102 y 110 ss.).

107. **G) Valoración según precio de mercado no activo** .- En la jerarquía de valor razonable y sobre los métodos de rentas o de mercado, señalábamos que, para empresas no cotizadas, con acciones o participaciones sociales que otras partes mantienen como activo, si fuera posible y antes que otros métodos, debe valorarse su valor razonable mediante el precio cotizado (observado) en un **mercado no activo** para el título -mercado en el que las transacciones no se llevan a cabo con frecuencia y volumen suficientes como para facilitar información



sobre la fijación de precios de forma permanente- pero que pueda resultar suficientemente indicativo del valor (arg. NIIF 38[b]).

108. Un caso de negocio significativo es el **valor que el Grupo Gestamp reconoce a GEOL** (v. precio pagado por una sociedad del grupo en SAP Madrid 28ª 84/2014, 14.3 ). En el presente asunto, disponemos de dos datos significativos sobre GEOL y por consecuencia sobre la Sociedad, como sociedad vehículo para la inversión en GEOL.

109. 1º) El **Balance de GER**. GER, sociedad dominante de GEOL, se anota por el 75% de GEOL un valor de 148,45 M€ (f. 1263 vuelto), luego el valor del 100% de GEOL sería 197,94 M€. Entonces, el 25% de GEOL, titularidad de la Sociedad, tendría un valor de 49,48 M€ que, tras descontar los 20,16 M€ que la Sociedad adeuda, resultarían en un valor de los recursos propios de la Sociedad de 29,32 M€. La Participación proporcional del demandante (3%) ascendería, exactamente, a 879 630 €.

110. A estos efectos, el razonamiento del recurso de que debemos estar a la contabilización de GEOL en las **cuentas** de la Sociedad y no en las de GER, no es atendible. Ambas sociedades deben reflejar en su balance las Inversiones en el patrimonio de empresas del grupo al coste -valor razonable de la contraprestación más costes de transacción- (PGC, Norma 9ª Instrumentos Financieros, 2.5.1 I).

111. Pues bien, no se controvierte que GER adquirió el 75% de GEOL en fecha posterior a que la Sociedad ostentara el inicial 49% de GEOL, a través de la compra a un tercero de 9/10/2009 y suscribiendo una ampliación de capital de 1/12/2010 (f. 7). En una empresa en fuerte crecimiento, el coste de adquisición posterior es una aproximación más cercana al valor razonable de GEOL porque da cuenta de la **ganancia** (o plusvalía realizada) por el vendedor, esto es, del mayor valor de la empresa adquirida que no ha alcanzado reflejo contable pero que sí se refleja en el precio abonado.

112. 2º) **Valoración del Negocio de Brasil**. Pocos meses antes al ejercicio de la Opción, en diciembre de 2013, GEOL suscribió una ampliación de capital por la que adquirió el 53,8% del capital social de Elincasiol, S.L., mediante la aportación no dineraria del Negocio de Brasil (a nombre de la filial Gestamp Eólica Promociones, S.L. y sociedades dependientes). Esta aportación fue valorada por experto independiente en 132 M€ (ff. 1236 y 1288).

113. Este valor fue **aceptado** por la propia GEOL y por terceros inversores cualificados ("inversores astutos"). El proyecto Elincasiol era un negocio conjunto con el Banco Santander, que cotizaría en Bolsa. Que la operación de salida a bolsa pueda no haberse materializado no borra la información revelada sobre el valor real de la aportación.

114. Ahora bien, no se aportan datos fiables ( art. 217.2 LEC ) que permitan extrapolar las ganancias realizadas del Negocio de Brasil a los **otros negocios de GEOL** como apreciaciones -plusvalías no realizadas o latentes-. Coincidimos con la apelante en que no se demuestra comparabilidad de otros negocios con el Negocio de Brasil que, en su momento, se consideró especialmente idóneo para la cotización bursátil.

115. Centrándonos en la operación Elincasiol, el **incremento extraordinario de valor razonable** de GEOL, aunque es un juicio de valoración de empresas, no estrictamente contable ni fiscal, tiene que informarse, por defecto, de lo asentado en las cuentas anuales.

116. Desde luego, no puede reconocerse toda la ganancia para GEOL derivada de la aportación del Negocio de Brasil (123 M€ [f. 1243 vuelto]) ya que existen efectos impositivos. Además, observamos que GEOL ha apuntado un deterioro por enajenación de instrumentos de patrimonio de 52 M€ (mismo f. 1243 vuelto) que es razonablemente imputable a la aportación del Negocio de Brasil, salvo por 11,54 M€ por aplicación de un test de deterioro general de todas las participaciones (v. ff. 1236 vuelto y 1238).

117. El demandante pide, sin explicaciones intermedias, que nos fijemos en las cuentas consolidadas, concretamente en el beneficio contabilizado por el Grupo Gestamp atribuible a la operación, que ha sido de 82 595 M€ (ff. 1288 y 1359). El salto de las cuentas de GEOL a las consolidadas del Grupo Gestamp nos parece correcto puesto que el Grupo Gestamp contabiliza el efecto de la operación neto del deterioro imputable a la operación y puede comprobarse que el resultado final coincide aproximadamente con el cálculo del párrafo anterior.

118. En consecuencia, la ganancia derivada de la aportación del Negocio de Brasil implica un mayor valor razonable de GEOL por 82 595 M€, del que participa indirectamente el demandante en 619 462 € mediante su titularidad del 3% de la Sociedad y la del 25% de la Sociedad en GEOL. La suma de esta ganancia, unida a la valoración de la Participación deducida del Balance de GER (879 630 €), asciende a 1 499 092 €.

119. Conviene unos **últimos ajustes** . A nuestro juicio, la aproximación alternativa menos discutible hubiera sido partir del valor razonable reconocido a GEOL por el Grupo Gestamp. A partir de ahí, comparar los flujos



de efectivo previstos por la Dirección (que existen [v. f. 1238], pero no se revelan) con los flujos de efectivo reales posteriores hasta el día de ejercicio de la Opción, de suerte que las desviaciones conllevaran un ajuste del valor razonable de la Participación.

120. En este sentido, la aportación del Negocio de Brasil es un flujo extraordinario positivo. Pese a invocar plusvalías de los otros negocios de GEOL (376 megavatios frente a los 339 atribuibles a Brasil), el demandante no demuestra que las otras plusvalías no fueran previstas en las proyecciones de la Dirección.

121. Además, así como se ha reconocido un flujo extraordinario positivo por la aportación del Negocio de Brasil, a simple vista, se observa que las cuentas de pérdidas y ganancias de GEOL de 2012 y 2013 (v. f. 1224), a falta en autos de las de la Sociedad, reflejan otras desviaciones extraordinarias significativas: variación del valor razonable en instrumentos financieros (-4 882 425 €), diferencias de cambio (+ 832 191 € en 2013 y - 170 799 € en 2012) y deterioro por enajenaciones de instrumentos financieros en 2012 (- 763 000 €). En las cuentas de 2011 (f. 303) también se observa una diferencia de cambio (- 150 836 €). Suman los ajustes (-) 5 134 869 € de los que, en proporción, el demandante debe soportar 38 512 €. Aunque sería lo más exacto en términos financieros, al igual que con el del Negocio de Brasil, no capitalizamos estos flujos al momento de la Valoración por aplicación de una regla *de minimis* a esta partida y porque en ello habríamos de emplear una tasa controvertible. En definitiva, tras estos últimos ajustes, valoramos la Participación en **1 460 580 €**.

122. 3º) El demandante sostiene que 1,5 M€ es un **suelo de la valoración honesta**. No obstante, la determinación del precio de la Opción no debe efectuarse *ex aequo et bono* sino con arreglo a un criterio técnico, porque eso fue lo pactado. Las reglas técnicas unidas a normas de apreciación de la prueba que rigen en los procesos civiles, no permiten tener por demostradas otras plusvalías.

123. Ciertamente, la libre apreciación de la prueba mediante las «reglas de la sana crítica» o «reglas de la lógica y de la razón» ( art. 218.2 fin LEC ) se manifiesta en un **criterio de elasticidad**, de modo que no se exige por la ley una determinada cantidad o entidad probatoria -dosis o tasa de prueba- sobre la valoración de la empresa.

124. No obstante, los defectos señalados para el Informe Forest Partners no pueden suplirse con **presunciones** porque el «enlace preciso y directo» ( art. 386.1 I LEC ) excluye los indicios equívocos o tan mediatos que la inferencia sea «tan abierta que en su seno quepa tal pluralidad de conclusiones alternativas que ninguna de ellas pueda darse por probada» (v. SAP Madrid 11ª 256/2017, 5.7).

125. En abstracto, las **noticias de prensa** no son una prueba de calidad suficiente por razón de la materia técnica de que tratamos y por no ser susceptibles de contradicción. En concreto, no puede cuadrarse la valoración del Informe Forest Partners a partir de noticias que no aportan grado de confirmación suficiente, bien por hacerse eco de valoraciones del negocio posteriores en el tiempo al momento de ejercicio de la Opción o bien por estar referidas a un perímetro de valoración que excede el de GEOL.

126. Lo anterior sin perjuicio de que las noticias de prensa, reflejando la pujanza del negocio de GEOL y por ende de la Sociedad, sí son indicio de que la Valoración incide en el vicio de señalar un precio "manifiestamente diminuto" en palabras de nuestra doctrina precodificadora.

## VI

### COSTAS

127. Las costas de esta **alzada** no han de imponerse a ninguno de los litigantes por estimación parcial del recurso ( art. 398.2 LEC ).

128. Por efecto devolutivo de la estimación del recurso y por el principio de distribución, las costas de la **primera instancia** no se imponen a ninguno de los litigantes; cada parte abonará las costas causadas a su instancia y las comunes por mitad, sin que haya méritos para imponerlas a una de ellas por haber litigado con temeridad ( art. 394.2 LEC ).

Vistos los preceptos legales citados y demás de general y pertinente aplicación,

## III.- FALLAMOS

Que debemos estimar y **ESTIMAMOS PARCIAMENTE** el recurso de apelación interpuesto por Mancha de Criptana, S.L. contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia nº 52 de Madrid nº 311/2016, de 16 de junio, por lo que procede su REVOCACIÓN PARCIAL y en su virtud dictar los siguientes pronunciamientos:

Primero.- **Estimar parcialmente** la demanda, condenando a **Mancha de Criptana, S.L.** a pagar a **Damaso UN MILLÓN CUATROCIENTOS SESENTA MIL QUINIENTOS OCHENTA EUROS ( 1 460 580 € )** como precio de la compra de las participaciones del demandante en Clear Wind Eólica, S.L., así como los intereses al



tipo de interés legal desde el 8/5/2014; debiéndose otorgar la correspondiente escritura de la compraventa, perfeccionada el 29/4/2014.

Segundo.- Las **costas** de ambas instancias no han de imponerse a ninguno de los litigantes.

La estimación del recurso determina **la devolución del depósito constituido**, de conformidad con lo establecido en la Disposición Adicional 15ª de la Ley Orgánica 6/1985 de 1 de Julio, del Poder Judicial, introducida por la Ley Orgánica 1/2009, de 3 de noviembre, complementaria de la ley de reforma de la legislación procesal para la implantación de la nueva oficina judicial.

**MODO DE IMPUGNACION:** Contra esta Sentencia no cabe recurso ordinario alguno, sin perjuicio de que contra la misma puedan interponerse aquellos extraordinarios de casación o infracción procesal, si concurre alguno de los supuestos previstos en los artículos 469 y 477 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, en el plazo de veinte días y ante esta misma Sala, previa constitución, en su caso, del depósito para recurrir previsto en la Disposición Adicional Decimoquinta de la Ley Orgánica del Poder Judicial, debiendo ser consignado el mismo en la cuenta de depósitos y consignaciones de esta Sección, abierta en Banco de Santander Oficina N° 6114 sita en la calle Ferraz nº 43, 28008 Madrid, con el número de cuenta 2578-0000-00-0784-16, bajo apercibimiento de no admitir a trámite el recurso formulado.

Así, por esta nuestra Sentencia, lo pronunciamos, mandamos y firmamos.

**PUBLICACION.-** Firmada la anterior resolución es entregada en esta Secretaría para su notificación, dándosele publicidad en legal forma y expidiéndose certificación literal de la misma para su unión al rollo. Doy fe