



**COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS
MÁSTER DE ACCESO A LA PROFESIÓN DE ABOGADO**

**ALTERACIÓN DE LA COTIZACIÓN A TRAVÉS
DE LA OPERATIVA DE
AUTOCARTERA**

Realizado por:

Alejandro Caballero Díaz

Dirigido por:

Pablo Táuler San Miguel

3 febrero, 2020

LISTADO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

BME	Bolsas y Mercados Españoles
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DAM	Directiva sobre Abuso de Mercado
ESI	Empresa de Servicios de Inversión
LMV	Ley de Mercado de Valores
L R J S P	Ley del Régimen Jurídico del Sector Público
LSC	Ley de Sociedades de Capital
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAR	Market Abuse Regulation
MIFID	Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros
S A	Sociedad Anónima
SAN	Sentencia de la Audiencia Nacional
SMN	Sistema Multilateral de Negociación
S R L	Sociedad de Responsabilidad Limitada
STC	Sentencia del Tribunal Constitucional
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar a mi familia, por servir de apoyo en todo momento, especialmente en la etapa universitaria y en la etapa del Máster, con el inmenso sacrificio que han tenido que hacer para que pueda recibir una educación de calidad, sin duda los grandes artífices de mis logros.

Agradecer al Colegio Universitario de Estudios Financieros por los conocimientos aportados, con sus docentes de gran calidad y por ayudarme, gracias a su doble máster a encontrar mi vocación en el derecho.

A Mayte subdirectora del Departamento de Inversores de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al resto de miembros de departamento, por su paciencia, por su vocación docente que ha hecho que entienda y aprecie el mundo relacionado con el Mercado de Valores.

Especialmente a mi Tutor, Pablo Táuler, por ofrecerme un tema realmente interesante, por exigir más que el resto y por tener su apoyo en la etapa de prácticas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Índice

INTRODUCCIÓN.....	8
CAPÍTULO 1 –LA AUTOCARTERA EN EL RÉGIMEN DE LA LSC.....	10
1.1 CONDICIONES GENERALES	10
1.2 DIFERENCIA ENTRE ADQUISICIÓN ORIGINARIA Y ADQUISICIÓN DERIVATIVA.....	11
1.3 ADQUISICIÓN ORIGINARIA.	11
1.4 ADQUISICIÓN DERIVATIVA.	13
1.5. SUPUESTOS DE ADQUISICIÓN.....	15
1.6 RÉGIMEN DE ACCIONES PROPIAS DE LA SOCIEDAD DOMINANTE.....	17
1.7 RÉGIMEN SANCIONADOR DE LA LSC.	18
1.8 CONCLUSIONES PARCIALES.	20
CAPÍTULO 2 – AUTOCARTERA EN SOCIEDADES COTIZADAS.	21
2.1 INTRODUCCIÓN	21
2.2 CARACTERÍSTICAS Y RIESGO DE ABUSO DE MERCADO.	23
2.4 CONTRATOS DE LIQUIDEZ.	28
2.4.1 Introducción	28
2.4.2 Prácticas de mercado aceptadas. Contratos de liquidez.	29
2.4.3 Requisitos de los Contratos de Liquidez.....	30
2.4.4 Condiciones para operar.	32
2.4.5 Requisitos de información.....	33
2.4.6 Restricciones.....	36
2.4.7 Circular 2/2019 de 27 de Noviembre de 2019 de la CNMV	37
2.5 RÉGIMEN SANCIONADOR TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES	38
2.6 CONCLUSIONES PARCIALES.	40

CAPÍTULO 3- ANÁLISIS CRÍTICO A UN SUPUESTO PRÁCTICO DE AUTOCARTERA.	41
3.1 ¿CÓMO PODRÍA SANCIONARSE A LA ENTIDAD?	44
3.2 ¿QUÉ SUCEDERÍA SI LA ENTIDAD CON SU ACTIVIDAD NO SÓLO HUBIERA DADO INDICIOS FALSOS AL MERCADO? ¿Y SI ADEMÁS HUBIERA PRODUCIDO UNA ALTERACIÓN SIGNIFICATIVA DE LA COTIZACIÓN? ANÁLISIS TAMBIÉN DE CONCEPTO JURÍDICO INDETERMINADO.	45
3.3 ¿EXISTEN EXCEPCIONES A LA TIPICIDAD?	48
3.4 ¿CABRÍA IMPONER SANCIONES PENALES?.....	51
3.5 ¿QUÉ SUCEDERÍA SI EL VALOR NEGOCIADO FUESE UN VALOR DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL?	54
3.6 ¿ES MUY RELEVANTE EL INFORME DEL MAB? ¿QUÉ DIFERENCIAS HAY ENTRE EL INFORME DEL MAB Y EL DE LA UVM DE LA CNMV?.....	56
3.7 ¿SE PUEDEN COMPRAR ACCIONES PROPIAS EN FUNCIÓN DE UN CONTRATO DE PRÉSTAMO?	58
ANÁLISIS SOBRE SÍ SE PUEDEN COMPRAR ACCIONES PROPIAS EN FUNCIÓN DE UN CONTRATO DE PRÉSTAMO, Y SOBRE LA FUNCIÓN Y RESPONSABILIDAD DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.....	58
3.8 ¿RESULTA PROPORCIONAL LA SANCIÓN APLICABLE?.....	60
3.9 ¿SE PUEDE DECLARAR LA NULIDAD PORQUE EN LA PROPUESTA DE RESOLUCIÓN SE MODIFICA LOS HECHOS IMPUTADOS Y LA CALIFICACIÓN JURÍDICA DE LOS MISMOS FIJADOS EN EL PLIEGO DE CARGOS?	63
3.10 ¿SOBRE QUIÉN RECAE LA RESPONSABILIDAD? ES SOLO CONTRA LA EMPRESA? O TAMBIÉN PUEDE SER CONTRA MIEMBROS DEL CONSEJO? ¿VULNERA EL PRINCIPIO NON BIS IN ÍDEM?	65

3.11 ¿EL HECHO DE QUE LAS INFRACCIONES SE PRODUZCAN EN EL ÁMBITO DE UNA RELACIÓN DE SUJECCIÓN ESPECIAL PUEDE AFECTAR A LA EXIGENCIA DE PREDETERMINACIÓN DE LOS TIPOS SANCIONADORES?.....	68
3.12 ¿SANCIONAR EN BASE A UN CRITERIO DE LA CNMV ES VULNERAR EL PRINCIPIO DE LEGALIDAD?.....	70
CAPÍTULO 4- CONCLUSIONES FINALES.....	73
BIBLIOGRAFÍA	77

INTRODUCCIÓN.

Debido a la cascada regulatoria que ha sufrido el mercado de valores, es conveniente analizar uno de los puntos más importantes, el abuso de mercado.

En este trabajo de fin de máster, nos centraremos en una parte del abuso de mercado, la parte relativa a la manipulación de mercado a través de las operaciones de autocartera.

Para poder realizar un análisis lo más completo posible, hemos hecho un estudio tanto teórico, donde podremos ver las distintas leyes y su desarrollo, como práctico, donde se explicará un supuesto, que consiste en una mezcla de caos reales, para poder abarcar más puntos objeto de estudio y poder realizar un mayor número de hipótesis.

El trabajo se ha estructurado en tres capítulos diferentes.

En el primero de ellos veremos la autocartera y su desarrollo en la Ley de Sociedades de Capital, desde un punto de vista general y teórico, a modo introductorio, para que sea más fácil entender cómo funciona esta práctica y cuáles son sus objetivos.

En este capítulo se definirá el concepto de autocartera, y haremos referencia a las diferencias normativas que podemos encontrar según en el momento en el cual se opere en régimen de autocartera, cuáles son sus principales ventajas y desventajas y el régimen sancionador de la Ley de Sociedades de Capital.

En el segundo capítulo, nos centraremos en las sociedades cotizadas, las cuales están supervisadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y su capital se encuentra dividido en acciones las cuales pueden variar su cotización, tanto por prácticas aceptadas en derecho como no.

Analizaremos las normas que afectan a la operativa de autocartera; El texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores, el Reglamento de Abuso de Mercado, la Directiva sobre Abuso de Mercado y la Circular 1/2017 que será sustituida en febrero por la Circular 2/2019, y los Criterios de la CNMV sobre autocartera que tendrán su reflejo en esta última circular.

Para concluir, en el tercer capítulo, desarrollaremos un caso práctico hipotético, con el objetivo de aplicar la teoría analizada en los capítulos anteriores con base en supuestos reales examinados por jueces.

Realizaremos hipótesis con los escenarios más probables, aplicando la nueva normativa MIFID, la cual todavía no se ha aplicado en sentencias, debido a la fecha de comisión de las infracciones. Las preguntas a responder son las siguientes:

1. ¿Cómo podría sancionarse a la entidad?
2. ¿Qué sucedería si la entidad con su actividad no sólo hubiera dado indicios falsos al mercado? ¿Y si además hubiera producido una alteración significativa de la cotización?
3. ¿Existen excepciones a la tipicidad?
4. ¿Cabría imponer sanciones penales?
5. ¿Qué sucedería si el valor negociado fuese un valor del Mercado Alternativo Bursátil?
6. ¿Es muy relevante el informe del MAB? ¿Qué diferencias hay entre el informe del MAB y el de la UVM de la CNMV?
7. ¿Se pueden comprar acciones propias en función de un contrato de préstamo?
8. ¿Resultan proporcionales las sanciones aplicables?
9. ¿Se puede declarar la nulidad porque en la propuesta de resolución se modifica los hechos imputados y la calificación jurídica de los mismos fijados en el pliego de cargos? Presunción de defensa en el procedimiento sancionador.
10. ¿Sobre quién recae la responsabilidad? ¿Es solo contra la empresa? ¿También puede ser contra miembros del consejo? ¿Vulnera el principio non bis in ídem?
11. ¿El hecho de que las infracciones se produzcan en el ámbito de una relación de sujeción especial puede afectar a la exigencia de predeterminación de los tipos sancionadores?
12. ¿Sancionar en base a un criterio de la CNMV es vulnerar el principio de legalidad?

CAPÍTULO 1 –LA AUTOCARTERA EN EL RÉGIMEN DE LA LSC.

1.1 CONDICIONES GENERALES

En este primer capítulo vamos a hablar de la autocartera, desde un punto de vista global, la cual tiene su regulación en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, (en adelante LSC).

Abordaremos, la definición y conceptos generales, las diferencias y singularidades que se producen según el momento de adquisición de la autocartera, que como veremos puede ser originaria o derivativa, y el régimen sancionador de la LSC.

Como bien dice Uría¹, la denominada autocartera es el número de acciones propias que posee una empresa.

El origen legislativo de la autocartera surge de la combinación de beneficios y peligros que hace necesaria su regulación expresa para poder preservar ciertas garantías.

La autocartera se puede considerar como una figura que surge de la evolución de la normativa societaria europea. Era un instrumento escasamente utilizado por lo que al principio no preocupaba mucho su regulación, con el tiempo comenzó a ser una práctica más común, donde especialmente el sector bancario la utilizaba en beneficio propio, lo que llevo a los países europeos a establecer un régimen prohibitivo.

Finalmente se optó por un punto intermedio, la flexibilización jurídica de su normativa, la cual se debe principalmente a dos razones:

- La primera razón es que aunque sea importante prevenir los peligros que pueden acarrear esta operación se puede lograr con técnicas menos restrictivas que la prohibición.
- La segunda razón es que la autocartera puede generar ventajas para el interés de la sociedad.

¹ Uría *Curso de Derecho Mercantil* (2006:897)

1.2 DIFERENCIA ENTRE ADQUISICIÓN ORIGINARIA Y ADQUISICIÓN DERIVATIVA.

La adquisición podrá producirse en diversos momentos, es lo que se le conoce como adquisición originaria y adquisición derivada, como veremos los límites y prohibiciones variaran.

La adquisición originaria es la suscripción en el momento de la constitución o en posteriores ampliaciones de capital, mientras que la derivativa tiene una definición negativa, entendida como la producida en cualquier momento distinto de la adquisición originaria.

1.3 ADQUISICIÓN ORIGINARIA.

La adquisición originaria viene regulada en los artículos 134-139 de la LSC. En ella se establece una prohibición general:

“En ningún caso las sociedades de capital podrán asumir o suscribir sus propias participaciones o acciones ni las creadas o emitidas por su sociedad dominante”.(LSC. artículo 134).

Sin embargo, en caso de incumplimiento la LSC discrimina entre las Sociedades Anónimas (en adelante S.A) y las Sociedades limitadas (en adelante S.L), siendo más flexible con las S.A, tal y como establece:

“La adquisición originaria por la sociedad de responsabilidad limitada de participaciones propias o de participaciones o acciones de la sociedad dominante será nula de pleno derecho” (LSC. artículo 135).

Por tanto, es nula desde la adquisición y el defecto es insubsanable.

Mientras que si se trata de una S.A el incumplimiento del precepto de prohibición general establecido en el artículo 134 de la LSC, no se aplicará cuando se den los siguientes requisitos:

- *“Las participaciones sociales y las acciones adquiridas por sociedad anónima en contravención de lo dispuesto en el artículo 134 **deberán ser enajenadas en el plazo máximo de un año** a contar desde la fecha de la primera adquisición.*
- *Transcurrido este plazo sin que hubiera tenido lugar la enajenación, los administradores procederán de inmediato a convocar junta general para que*

acuerde la amortización de las acciones propias con la consiguiente reducción del capital social.

- *En el caso de que la sociedad no hubiera reducido el capital social dentro de los dos meses siguientes a la fecha de finalización del plazo para la enajenación, cualquier interesado podrá solicitar la reducción del capital al Secretario judicial o Registrador mercantil del lugar del domicilio social. Los administradores están obligados a solicitar la reducción judicial o registral del capital social cuando el acuerdo de la junta hubiera sido contrario a esa reducción o no pudiera ser logrado.*

La decisión tanto favorable como desfavorable será recurrible ante el juez de lo mercantil.

- *Las participaciones sociales o acciones de la sociedad dominante serán enajenadas a instancia de parte interesada por el Secretario judicial o Registrador mercantil.”(LSC. 2010 Artículo 139)*

En el artículo 136 de la LSC se establece que la propiedad será de la sociedad anónima suscriptora en el supuesto de que se suscriban acciones propias vulnerando el precepto del artículo 134 LSC.

En cuanto a las responsabilidades hay que destacar lo siguiente.

La obligación de reembolsar las acciones la suscripción de acciones recaerá solidariamente sobre los socios fundadores y promotores, en casos de aumento de capital, la obligación recaerá sobre los administradores, y cuando se trate sobre participaciones sociales o suscripciones de acciones de la sociedad dominante la obligación recaerá solidariamente, sobre los administradores de la sociedad adquiriente y dominante.

En caso de que la asunción o suscripción haya sido realizado por persona interpuesta² la responsabilidad recaerá solidariamente sobre los fundadores o sobre los administradores, alcanzando la misma responsabilidad también a los promotores.³ Respecto a las situaciones anteriores quedarán exentos de responsabilidad quienes demuestren no haber incurrido en culpa.⁴

² Persona que actúa representando a la sociedad como apoderado o representante.

³ Artículo 137 Ley de Sociedades de Capital.

⁴ Artículo 138 Ley de Sociedades de Capital.

1.4 ADQUISICIÓN DERIVATIVA.

Como vimos anteriormente la adquisición derivativa es aquella que se produce en un momento diferente al de constitución o en ampliaciones de capital, y se encuentra regulada en los artículos 140-149 de la LSC.

Según el artículo 140 de la LSC las adquisiciones derivativas si están permitidas, en lo relativo a las Sociedades de Responsabilidad ilimitada, en adelante S.R.L, siempre y cuando se encuentren dentro de los supuestos establecidos en la propia ley, considerándose en cualquier otro caso, nulas de pleno derecho.

Podemos apreciar que el legislador parte de la idea general de la prohibición de la operativa de autocartera salvo excepciones, el motivo es que no es partidario de que una sociedad sea propietaria de sí misma, esto podría suceder por motivos patrimoniales y corporativos.

Desde un punto de vista patrimonial, las adquisiciones propias pueden significar una liquidación encubierta del patrimonio social, esto se conseguiría a través de restituciones de aportaciones a los socios que provocaría una disminución del capital social, tal y como bien expresa BAÑULS⁵:

“Al entrar en la sociedad unos activos financieros de hipotética activación y de nulo valor entre tanto permanecen en poder de la misma, la subrogación real que tiene lugar en el patrimonio provoca una disminución de su capacidad financiera, únicamente subsanable con una eventual transmisión onerosa de las acciones adquiridas”. (Bañuls 2011:2).

Otro motivo económico es el hecho de que a través de la autocartera se pueda influir en la cotización de la sociedad. De este punto hablaremos en los capítulos 2 y 3.

Desde el punto de vista corporativo, la prohibición general viene establecida por el hecho de que los administradores pueden a través de este mecanismo adquirir más participaciones de la sociedad que podrían distorsionar las reglas de formación de la voluntad social y afectar negativamente a la paridad de trato de los accionistas, como dice BAÑULS.

Los supuestos según los cuales se permite la adquisición derivativa de acciones propias son:

⁵ Bañuls, *La adquisición derivativa de acciones propias* (2011:89)

1. Cuando formen parte de un patrimonio adquirido a título universal, o sean adquiridas a título gratuito, o como consecuencia de una adjudicación judicial para satisfacer un crédito de la sociedad contra el titular de las mismas.
2. Cuando las participaciones propias se adquieran en ejecución de un acuerdo de reducción del capital adoptado por la junta general.⁶
3. Cuando las participaciones propias se adquieran en el caso previsto en el artículo 109.3⁷
4. Cuando la adquisición haya sido autorizada por la junta general, se efectúe con cargo a beneficios o reservas de libre disposición y tenga por objeto participaciones de un socio separado o excluido de la sociedad, participaciones que se adquieran como consecuencia de la aplicación de una cláusula restrictiva de la transmisión de las mismas, o participaciones transmitidas mortis causa. (LSC. 2010 artículo 140).

En virtud del artículo 141 de la LSC las participaciones propias se tienen que amortizar o enajenar **en un plazo de 3 años**:

*“Las participaciones propias adquiridas por la sociedad de responsabilidad limitada deberán ser amortizadas o enajenadas, respetando en este caso el régimen legal y estatutario de transmisión, **en el plazo de tres años.***

Si las participaciones no fueran enajenadas en el plazo señalado, la sociedad deberá acordar inmediatamente su amortización y la reducción del capital. Si la sociedad omite estas medidas, cualquier interesado podrá solicitar su adopción por el Secretario judicial o por el Registrador mercantil del domicilio social. Los administradores de la sociedad adquirente están obligados a solicitar la adopción de estas medidas, cuando, por las circunstancias que fueran, no pueda lograrse el correspondiente acuerdo de amortización y de reducción del capital”.

Acerca de la interpretación de este artículo el Tribunal Supremo⁸ ha establecido que, el transcurso de los 3 años sólo permite a cualquier socio o interesado a instar su

⁶ Siempre y cuando dicha reducción de capital no sea inferior al mínimo establecido legalmente.

⁷ Artículo 109.3 de la Ley de Sociedades de Capital “El remate o la adjudicación al acreedor serán firmes transcurrido un mes a contar de la recepción por la sociedad del testimonio a que se refiere el apartado anterior. En tanto no adquieran firmeza, los socios y, en su defecto, y sólo para el caso de que los estatutos establezcan en su favor el derecho de adquisición preferente, la sociedad, podrán subrogarse en lugar del rematante o, en su caso, del acreedor, mediante la aceptación expresa de todas las condiciones de la subasta y la consignación íntegra del importe del remate o, en su caso, de la adjudicación al acreedor y de todos los gastos causados. Si la subrogación fuera ejercitada por varios socios, las participaciones se distribuirán entre todos a prorrata de sus respectivas partes sociales”

⁸ STS 3333/2018 de 1 de octubre de 2019 número de resolución 541/2018 p.7.

amortización, es decir el fin de este artículo es legitimar al socio o interesado en provocar su amortización, en caso de que no existan interesados la sociedad no se verá obligada a ello.

La interpretación del Tribunal Supremo nos parece razonable, la normativa sobre la autocartera en la LSC ya es lo suficientemente estricta como para realizar interpretaciones que aporten mayor rigidez. Además, tal y como establece el Tribunal en la propia sentencia, la protección del acreedor es mayor si se venden las participaciones a si se amortizan ya que no disminuye el capital de la sociedad.

Sobre el precio al cual ha de producirse la enajenación, en el mismo artículo 141 se indica que:

“La enajenación no podrá efectuarse a un precio inferior al valor razonable de las participaciones, fijado conforme a lo previsto en esta ley para los casos de separación de socios”

Existen autores como ÁGUILA-REAL que opinan que esta norma es demasiado restrictiva, ya que, desde el punto de vista de protección de los acreedores, hubiera bastado con que se pudiera vender por su valor nominal, y, desde el punto de vista de los acreedores con que se hubiera respetado el principio de igualdad de trato.⁹

1.5. SUPUESTOS DE ADQUISICIÓN.

Las S.A podrán adquirir libremente sus propias participaciones o acciones suyas o de la sociedad dominante, es decir, sin que se le apliquen las prohibiciones vistas anteriormente cuando estén dentro de los supuestos del artículo 144 LSC, esta flexibilización que se produce en la normativa, se debe a que la compra no tiene la finalidad de formar autocartera, si no que sirve como fin para otros objetivos:

- a) Cuando las acciones propias se adquieran en ejecución de un acuerdo de reducción del capital adoptado por la junta general de la sociedad.*
- b) Cuando las participaciones o acciones formen parte de un patrimonio adquirido a título universal.*
- c) Cuando las participaciones o las acciones que estén íntegramente liberadas sean adquiridas a título gratuito.*

⁹ Alfaro Águila-Real 2018 Venta de la autocartera en una sociedad limitada por acuerdo adoptado en junta universal disponible en <https://almacenederecho.org/venta-de-la-autocartera-en-una-sociedad-limitada-por-acuerdo-adoptado-en-junta-universal/>

d) Cuando las participaciones o las acciones íntegramente liberadas se adquieran como consecuencia de una adjudicación judicial para satisfacer un crédito de la sociedad frente a su titular.”

Según el artículo 145 LSC las acciones o participaciones adquiridas según los puntos 2 y 3 tienen un plazo máximo de tres años a contar desde la fecha de adquisición para ser enajenadas, salvo que previamente hubieran sido amortizadas mediante reducción del capital social o que, sumadas a las que ya posean la sociedad adquirente y sus filiales y, en su caso, la sociedad dominante y sus filiales, no excedan del veinte por ciento del capital social.

En caso de que no se produzca la enajenación dentro del plazo, los administradores están obligados a convocar la junta para acordar la amortización y la reducción del capital, tal y como se establece en el artículo 139.2 de la LSC.¹⁰

La sociedad anónima también podrá adquirir sus propias participaciones o acciones propias o de la sociedad dominante cuando concurren las siguientes circunstancias¹¹:

- Que haya sido autorizada por la junta general, esta autorización no podrá exceder de 5 años.

- Que la adquisición no produzca el efecto de que el patrimonio neto resulte inferior al importe del capital social más las reservas legal o estatutariamente indisponibles.

Hay que mencionar que, el valor nominal de dichas adquisiciones sumadas a las que ya eran propiedad de la sociedad adquirente y sus filiales no puede ser superior al 20%. En el caso de adquirir acciones parcialmente desembolsadas, dicha adquisición será nula salvo que, la adquisición sea a título gratuito o lleve aparejada la obligación de realizar prestaciones accesorias.

¹⁰ https://www.creaciondeempresas.es/crea-tu-empresa/caracteristicas_tipos_sociedad/sociedad-anonima/de-los-negocios-sobre-las-propias-acciones-parte-ii-la-adquisicion-derivativa/

¹¹ Adquisiciones derivativas condicionadas, establecidas en el artículo 146 LSC.

1.6 RÉGIMEN DE ACCIONES PROPIAS DE LA SOCIEDAD DOMINANTE.

Todas las acciones adquiridas se encuentran sometidas al mismo régimen jurídico, regulado en el artículo 148 de la LSC, y esto es independiente de si se trata de adquisiciones originarias o derivadas; de si se han adquirido legítimamente o no; o si las adquiere de la propia sociedad o de la dominante.

En cuanto a los derechos que incorporan las acciones, quedaran en suspenso todos los derechos políticos, como el derecho de impugnar acuerdos sociales, asistir y **votar en juntas generales** y el derecho a información. Los derechos económicos serán atribuidos proporcionalmente entre el resto de las acciones como el derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación y, el derecho de asunción preferente en la creación de nuevas participaciones o el de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones. Todos ellos establecidos en el artículo 93 de la LSC.

En cuanto informe de gestión¹² el cual es un documento que se debe depositar en el Registro Mercantil y debe ser formulado por todas las sociedades salvo alguna excepción,¹³ deberá informar como mínimo:

1. *“ Los motivos de las adquisiciones y enajenaciones realizadas durante el ejercicio.*
2. *El número y valor nominal de las participaciones o acciones adquiridas y enajenadas durante el ejercicio y la fracción del capital social que representan.*
3. *En caso de adquisición o enajenación a título oneroso, la contraprestación por las participaciones o acciones.*

¹² <http://www.gestoresderiesgo.com/colaboradores/que-es-el-informe-de-gestion-y-quien-esta-obligado-a-formularlo>

¹³ Cuando cumplan dos de las tres condiciones durante dos ejercicios consecutivos:

- Total de las partidas del activo no supere los cuatro millones de euros.
- Importe neto de la cifra anual de negocios no supere los ocho millones de euros.
- Número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no sea superior a cincuenta.

4. *El número y valor nominal del total de las participaciones o acciones adquiridas y conservadas en cartera por la propia sociedad o por persona interpuesta y la fracción del capital social que representan.” (LSC.2010 artículo 148.d)*

1.7 RÉGIMEN SANCIONADOR DE LA LSC.

Los bienes jurídicos tutelados en la base de la disciplina societaria de la autocartera como bien afirma PAZ-ARES¹⁴ son: la integridad del capital social y el orden de competencias entre órganos.

Lo que se castiga son infracciones de peligro abstracto, es decir, no se castiga la efectiva lesión del capital social o la distorsión del orden de competencias, sino las conductas potencialmente idóneas para lograr esos resultados. Es por ello que la tipicidad no precisa de la producción de un daño, siendo suficiente el mero incumplimiento legal.¹⁵

Es por ello que el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones previstas en el capítulo VI sobre los negocios sobre las propias participaciones y acciones de la LSC serán considerados como infracción.

El importe de la sanción será como máximo el valor nominal de las acciones en autocartera, para establecer la cuantía de la multa se atenderá a la entidad de la infracción, así como a los perjuicios ocasionados a la sociedad, a los socios de la misma, y a terceros.

La responsabilidad de las infracciones cometidas recaerá sobre los administradores, no sólo los de la entidad infractora, también los de la entidad dominante en el supuesto de que hayan inducido a cometer la infracción, dentro del concepto de administradores se incluirán también a los directivos o personas con poder representativo de la sociedad.

Los administradores para ello deberán actuar con la diligencia debida, cumpliendo con las obligaciones impuestas por las leyes y los estatutos, teniendo en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a cada uno de ellos tal y como viene establecido en el artículo 225 de la LSC.

En el artículo 226 de la LSC, se establece que dichos administradores deben actuar en protección de la discrecionalidad empresarial, en este sentido en nivel de diligencia

¹⁴ Paz-Ares *Infracciones administrativas y autocartera en la S.A* (1997:2)

¹⁵ Vázquez Cueto, *Régimen jurídico de la autocartera* (1996 :569)

debida se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado.

Los administradores deberán responder de los daños causados por actos u omisiones incumpliendo los deberes inherentes a su cargo, cuando haya existido dolo o culpa, entendiéndose que siempre existe culpabilidad, salvo en prueba en contrario, cuando los actos vayan en contra de leyes o estatutos.

Según virtud del artículo 236 de la LSC serán igualmente responsables los administradores de hecho, entendiéndose aquellas personas que realicen acciones propias de un administrador pese a no tener el título correspondiente. Las personas frente a quien responden son:

- Los socios.
- La sociedad.
- Los acreedores sociales

La responsabilidad de los administradores será de carácter solidario como establece el artículo 237 de la LSC con las salvedades previstas:

“Todos los miembros del órgano de administración que hubiera adoptado el acuerdo o realizado el acto lesivo responderán solidariamente, salvo los que prueben que, no habiendo intervenido en su adopción y ejecución, desconocían su existencia o, conociéndola, hicieron todo lo conveniente para evitar el daño o, al menos, se opusieron expresamente a aquél”

Las acciones y las infracciones prescribirán en el plazo de 3 años, interrumpiéndose dicho plazo por la iniciación, con conocimiento del interesado, del procedimiento sancionador o de ejecución, reanudándose el plazo de prescripción si el expediente sancionador estuviera paralizado durante más de un mes por causa no imputable al presunto responsable.¹⁶

La competencia para la iniciación, instrucción y resolución de los expedientes sancionadores resultantes dependerá de si se trata de una sociedad de responsabilidad limitada o de una sociedad anónima.

¹⁶ Véase artículo 157 LSC.

- **Sociedad Limitada.** Las infracciones se sancionarán previa instrucción del procedimiento por el Ministerio de Economía y Hacienda, con audiencia de los interesados y conforme a la Ley del Procedimiento Administrativo Común.
- **Sociedad Anónima.** La competencia recaerá sobre la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En caso de que la infracción recaiga sobre una entidad de crédito o una entidad aseguradora, la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá comunicárselo al Banco de España o a la Dirección General de Seguros respectivamente para que informen con carácter previo a la resolución.

1.8 CONCLUSIONES PARCIALES.

Desde el punto de vista societario resulta necesaria la existencia de un mecanismo como es la autocartera, imaginemos el caso de que un socio decida abandonar la sociedad y ningún otro socio o un tercero quiera adquirir su participación, tiene que ser la sociedad quien adquiera dichas participaciones para más tarde venderlas o amortizarlas.

También resulta de utilidad como mecanismo en el caso una reducción de capital, por el cual el capital social se puede reducir amortizando acciones propias.

Sin embargo, podemos apreciar que se trata de un mecanismo de doble filo, utilizado de forma inadecuada puede perjudicar a la propia sociedad, y es que unos de los motivos que inspiran el derecho de sociedades es evitar que la sociedad se convierta en socia de sí misma.

Desde un punto de vista económico, el de la solvencia empresa, se está destinando capital propio a la compra de acciones, el cual en propiedad de la sociedad carecen de valor patrimonial efectivo. Capital que se podría destinar en mejorar la producción e ingresos, y en consecuencia la viabilidad de la empresa.

Desde otro punto de vista, podría perjudicar a los derechos de los minoritarios, como hemos mencionado antes, las acciones de autocartera no tienen ciertos derechos, como el de voto, necesitando así un menor porcentaje de participaciones o acciones para controlar la sociedad.

En nuestra opinión el legislador ha intentado encontrar un punto intermedio, por el cual la sociedad tenga margen de maniobra, ya que cuantas más restricciones y limitaciones tenga la sociedad más perjudicial puede ser, pero limitándose para poder garantizar la defensa a los acreedores o socios minoritarios que pueden ser los más perjudicados.

CAPÍTULO 2 – AUTOCARTERA EN SOCIEDADES COTIZADAS.

2.1 INTRODUCCIÓN

En este capítulo veremos el principal objeto de este trabajo, que es analizar la manipulación de mercado a través de las operaciones de autocartera, para más tarde, en el siguiente capítulo poder analizarlo desde un punto de vista práctico.

Veremos cuál es la legitimidad de la operativa de las acciones de autocartera, para ello citaré a la ponente Dña. MARÍA ASUNCIÓN SALVO Tambo, que en la sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril de 2006 dice sobre la autocartera que:

*“No prohíbe la adquisición de acciones propias dentro de unos volúmenes razonables, a precios reales y, por su puesto respetando la tendencia del mercado; ni tampoco un comportamiento podría incluirse entre los supuestos de prácticas manipuladoras del mercado cuando se trate de operaciones que puedan obedecer al lícito interés del emisor para facilitar a los inversores unos volúmenes adecuados de **liquidez y profundidad del valor** así como minimizar los posibles desequilibrios temporales que puedan existir entre la oferta y la demanda o simplemente al deseo de adquirir un paquete de acciones para posteriormente amortizarlo, canjearlo o venderlo a un determinado inversor en el mercado.*

*Pero no es menos cierto que, por un lado **las operaciones sobre acciones propias realizadas por las sociedades cotizadas pueden resultar un instrumento apto o un medio eficaz para falsear su cotización en los mercados de valores**, y por otro, la presencia activa del emisor en la negociación de sus propias acciones pueden plantear un **conflicto de intereses** con el resto de los partícipes del mercado, bien por el uso de información privilegiada, bien por artificios en la cotización de valores, bien por operaciones que directamente incidan en la formación de los precios por terceros negociadores o bien, en fin, por el efecto inducción sobre que tales precios pueda tener compra masiva de las propias acciones.*

*Y al objeto de evitar tales nocivas consecuencias es por lo que existen **limitaciones normativas** a la actuación precisamente para marcar la diferencia entre una intervención en el mercado con acciones propias (dentro de unos volúmenes razonables, siguiendo la tendencia libremente marcada en cuanto a los precios por el propio mercado y con absoluta transparencia de las operaciones que en el se realicen) de aquellas otras actuaciones encaminadas a alterar la cotización de las acciones propias que constituyen prácticas de conducta sancionables.”*

En esta cita podemos apreciar las ventajas y las desventajas de la autocartera, el por qué no debe ser una actividad prohibida pero indicando de los peligros que entraña y, por tanto, a qué se debe su regulación.

Para ello procederemos a estudiar que es el abuso de mercado, y cuál es su regulación, tanto a nivel nacional como a nivel europeo.

El abuso de mercado abarca conductas ilegales en los mercados financieros a los efectos del Reglamento (UE) N° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado, Reglamento sobre abuso de mercado, (en adelante MAR) debe entenderse como:

*“la realización de operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de la misma y la **manipulación del mercado**. Tales conductas impiden la plena y adecuada transparencia del mercado, que es una condición previa para la negociación por parte de los agentes económicos en unos mercados financieros integrados.” (MAR. 2014 considerando número 7).*

Por tanto, observamos que el abuso de mercado lo podemos encontrar dividido en dos actividades constitutivas de infracción.

Por un lado, encontramos todo lo relativo a las operaciones con información privilegiada, los “insiders” y la comunicación ilícita de la misma.

Por el otro lado, nos encontramos **la manipulación de mercado**, pese a no encontrar una definición oficial, podemos concluir de que se trata de un conjunto de actividades consistentes en transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, demanda o precio de un producto con el fin de influir en el precio de una acción en beneficio propio.

Observaremos cual es papel de la CNMV, el cual como supervisor del Mercado de Valores español publica una serie de criterios referentes a volumen, precio y tiempo para proteger la integridad del mercado tras un aumento de la autocartera.

Veremos los contratos de liquidez, como medidas de puerto seguro “safe harbour” lo cual significa que las operaciones de autocartera, que se encuentren dentro de esta medida no son sospechosas de manipulación de mercado.

Para finalizar estudiaremos el régimen sancionador, es importante explicar que la mayoría de sentencias publicadas sobre autocartera se refieren a hechos anteriores a la entrada del MAR, por ello, resulta conveniente hacer una comparativa de antigua y actual normativa con un cuadro de correspondencias.

2.2 CARACTERÍSTICAS Y RIESGO DE ABUSO DE MERCADO.

El abuso de mercado se encuentra regulado en MAR y por el cual se derogan las siguientes directivas:

- Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.
- Directiva 2003/124/CE de la Comisión, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado.
- Directiva 2003/125 CE de la Comisión, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses.
- Directiva 2004/72/ CE de la Comisión, relativa a las prácticas de mercado aceptadas.

El MAR es un reglamento de aplicación directa en los Estados, creando de este modo un marco uniforme para la prohibición de abuso de mercado en todos los países miembros de la unión, obligando a estos a interponer las medidas que sean necesarias, a través de las autoridades competentes, en el caso de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el encargado de desarrollar sus normas de adaptación como el Real Decreto 19/2018 sobre servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

El fundamento de la prohibición del abuso de mercado lo podemos encontrar en las consideraciones iniciales del MAR y de la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (en adelante DAM).

2.3 CRITERIOS DE LA CNMV SOBRE LA AUTOCARTERA.

Con fecha 13 de enero de 2020, la CNMV publica un comunicado¹⁷ por el cual deja sin efecto los criterios sobre operativa discrecional de autocartera, criterios que debían observarse cuando esta no se realizara al amparo de la regulación de la UE sobre programas de recompra o de lo dispuesto en la Circular 1/2017 de la CNMV sobre los contratos de liquidez.

Uno de los principales motivos se refiere a que el resto de países no tiene una regulación acerca de la operativa discrecional de autocartera, por lo que se entiende que el MAR ofrece la suficiente protección contra este tipo de conductas, siempre y cuando se realicen mediante un puerto seguro.

Según el propio reglamento existen dos puertos seguros, por un lado aquellas operaciones que estén en el marco de un programa de recompra contemplado en su propio artículo 5; y por otro lado aquellas operaciones que se desarrollen al amparo de una práctica de mercado aceptada, es decir en las que intervenga un Contrato de Liquidez. Es por ello por lo que se considera que los Criterios de operativa discrecional de autocartera resultan difícilmente compatibles con dicho Reglamento.

Sin embargo, consideramos conveniente hacer mención a dichos criterios ya que estos no desaparecen, estos criterios se tendrán en cuenta en la Circular 1/2017 y futura Circular 2/2019, por lo que dichos criterios gozarán de rango normativo.

La CNMV como supervisor del Mercado de Valores, decidió adoptar en julio de 2013 las recomendaciones sobre los criterios para la operativa discrecional de autocartera de los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúen por cuenta de ellos.

Estos criterios se deben al riesgo de uso de autocartera como medio para manipular el mercado, la Comisión venía observando un aumento de la autocartera en el mercado español, donde los emisores de valores compran o venden sus valores a través de un intermediario. El objetivo de dichos criterios es doble; por un lado, contribuir a la correcta formación de los precios, por otro lado fomentar la transparencia de los mercados y la protección al inversor.

Dichos criterios se dirigen a:

- Los emisores de valores cotizados.

¹⁷ Disponible en: <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B950be666-8038-49ad-a978-644a1d70f30d%7D>

- Empresas de Servicios de Inversión (ESIs).
- Entidades de crédito españolas¹⁸, incluyendo en ellas a las filiales de entidades extranjeras, las sucursales de las ESIs o entidades de crédito no comunitarias que efectúen operaciones sobre autocartera.

Como hemos visto la autocartera tiene dos finalidades; dar órdenes de compra cuando se produce un exceso de oferta o cuando se considera que el valor tiene un precio menor del que le corresponde, y dar órdenes de venta cuando se produce un aumento de la demanda con la consiguiente subida de precios del mercado. En definitiva, dar liquidez a un producto financiero.

Estas actuaciones generan problemas en el mercado, como los conflictos de interés entre los administradores de la entidad quienes son los que poseen información privilegiada, o entre los inversores, los cuales pueden hacerse una idea equivocada sobre la oferta y demanda real y la liquidez de los títulos.

Por tanto, las señales engañosas que pueden provocar en el mercado son dos:

La primera de ellas es el volumen de las operaciones con autocartera, el inversor podría estar confundido de cuál es el porcentaje de volumen que corresponde a los agentes de mercado y, qué porcentaje corresponde a la autocartera.

El segundo de los riesgos corresponde al precio, el cual es el que más puede afectar al mercado, siempre y cuando lo haga con volúmenes elevados o precios alejados del real.

Los criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores recomienda que sean observados son los siguientes:

A) Criterios relativos a la forma de llevar a cabo la operativa discrecional de autocartera:

- **Volumen:**

Las limitaciones de volumen se establecen para evitar que la entidad domine el mercado en el valor mediante la compra de grandes cantidades.

El volumen total diario de acciones propias no debería superar con carácter general el 15% del promedio diario de contratación de compras en las 30 sesiones

¹⁸ Empresas cuya actividad consiste en recibir depósitos u otros fondos reembolsables, aplicándolos a la concesión de créditos. Se consideran como tal los bancos, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito, los establecimientos financieros de crédito - aunque no pueden captar depósitos- y el Instituto de Crédito Oficial.

anteriores del mercado de órdenes del mercado secundario oficial en el que estén admitidas a negociaciones las acciones.

Este porcentaje se puede incrementar hasta el 25% cuando las acciones propias adquiridas vayan a ser utilizadas como contraprestación en la compra de otra sociedad o para su entrega en canje en un proceso de fusión.

- **Precio:**

El criterio del precio se fija para evitar que el emisor o personas a él vinculadas fijen nuevos precios o mantengan el precio en niveles difícilmente alcanzables por compradores independientes.

Las órdenes de compra no pueden producirse a un precio superior al mayor entre el de la última transacción realizada en el mercado por los sujetos independientes y el más alto contenido en una orden de compra del carné de órdenes. En contraposición, las órdenes de venta deben oscilar entre el precio de la última transacción realizada en el mercado por sujetos independientes y el más bajo contenido en una orden del carné de órdenes.

- **Tiempo:**

Las limitaciones en el tiempo tienen por finalidad evitar que el emisor fije el precio de apertura o cierre del valor, ya que ambos son considerados por los profesionales del mercado e inversores como guías de la tendencia del mercado.

a) El propio emisor o, en su caso, el intermediario que actúe por cuenta del emisor, no puede introducir órdenes de compra o venta durante los periodos de subasta de apertura o cierre, a menos que:

i) *“Que la operativa realizada en estos períodos se realice de forma excepcional, por causa justificada, extremando la cautela al objeto de evitar que su actuación influya de manera decisiva en la evolución del precio de la subasta. En todo caso, el volumen acumulado de las órdenes introducidas, incluyendo compras y ventas, no debería superar el 10% del volumen teórico resultante de la subasta en el momento de introducción de dichas órdenes. Adicionalmente, y salvo circunstancias excepcionales y justificadas, no deberían introducirse órdenes de mercado o por lo mejor en estos períodos.*

ii) *Que las acciones emitidas por el emisor se contraten bajo la modalidad de fixing. En este caso las órdenes deberían introducirse con una anticipación al momento de la resolución de la subasta que permita*

asegurar la reacción de los demás participantes del mercado a las órdenes introducidas. Adicionalmente, y salvo circunstancias excepcionales y justificadas, no deberían introducirse órdenes de mercado o por lo mejor en estos períodos.” (Criterios CNMV sobre autocartera. 2013. p.3).

- b) Tampoco se puede operar con acciones propias durante el tiempo que medie entre que, el emisor decida retrasar bajo su propia responsabilidad y la publicación y difusión de información relevante y, la fecha en que esta información es publicada.
- c) Cuando se encuentre suspendida la negociación de las acciones, no se podrán introducir órdenes durante el periodo de subasta previo al levantamiento de la suspensión hasta que se crucen las operaciones de compra y venta con el valor. Si las órdenes no se han ejecutado, deben ser retiradas.
- d) Tampoco debe operar con sus propias acciones en los 15 días naturales anteriores a la publicación de información financiera, relativos a los requisitos de transparencia respecto de los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial u otro regulado por la Unión Europea.

- **Organización interna y control de la actividad.**

La gestión de la autocartera debe ser cerrada y no puede tener comunicación con el resto de actividades de la entidad.

Se debe nombrar a un responsable para su gestión y comunicarlo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Este responsable debe informar al Comité de Auditoría de la negociación llevada a cabo con acciones propias, con carácter mensual.

B) Criterios relativos a la información de la operativa discrecional de la autocartera a suministrar al supervisor y al mercado.

La Comisión Nacional de Mercado de Valores impone que se le informe sobre las operaciones de autocartera tanto por parte de las entidades de crédito como de las empresas que presten servicios de inversión, y que se le remitan los contratos suscritos con el intermediario financiero en lo relativo a la autocartera.

También se recomienda que en los casos de fusión o adquisición a través de la compra de acciones propias, cuando se haya realizado la correspondiente comunicación de información relevante, que se sigan estas pautas:

- i) En primer lugar, antes de iniciar el proceso de adquisición de acciones propias, el comprador deberá hacer pública información relevante, a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a saber:
 - Objetivo de las compras.
 - Número de acciones propias que van a adquirir.
 - Plazo de tiempo para llevar a cabo dichas adquisiciones.
- ii) La información relevante a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y los detalles sobre las operaciones de autocartera se deberán de realizar antes de la séptima sesión diaria del mercado siguiente al día de la ejecución de la operación.
- iii) Si finalmente la fusión o adquisición de la sociedad no se lleva a cabo, se deberá hacer pública la circunstancia, a través de la comunicación de un hecho relevante a la Comisión Nacional del Mercado de Valores e informar del destino de las acciones propias que se hayan adquirido.

2.4 CONTRATOS DE LIQUIDEZ.

2.4.1 Introducción

En el MAR, se establece en su artículo 15 la prohibición general de manipulación o intento de manipulación del mercado, en el artículo 12 se describen las actividades que constituyen abuso de mercado.

Sin embargo, en el propio reglamento en su artículo 13 recoge que esta prohibición no se aplicará “sí la operación, orden o conducta de que se trate se apoya en un motivo legítimo y si la misma se adecúa a la figura de las prácticas de mercado aceptadas.”

La CNMV define como práctica de mercado aceptada a aquellas que se pueden apreciar fácilmente en los mercados financieros y que están aceptadas por la autoridad competente, en el caso de España la CNMV, conforme a las directrices adoptadas por la Comisión.

Hasta el momento, la CNMV sólo ha establecido una única práctica de mercado aceptada, la autocartera formalizada en virtud de un contrato de liquidez.

Los contratos de liquidez vienen regulados en la circular 1/2017, de 2 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que sustituye a la antigua circular 3/2007, con el fin de cumplir lo establecido en el Reglamento (UE) N°596/2014 e incorporar mejoras, recabadas por la experiencia de estos años, relativos a los contratos de liquidez que han estado operativos estos años.

Según la propia Circular el objeto es:

*“La provisión de liquidez por parte de un intermediario financiero que, actuando por cuenta de un emisor en virtud de un contrato, lleva a cabo **operaciones de compra y venta de las acciones del emisor**”* Para más tarde decir que *“El Contrato de Liquidez tendrá por objeto definir los términos y condiciones en los que el Intermediario Financiero operará por cuenta del Emisor, **comprando o vendiendo acciones propias** de éste último, con el único objetivo de **favorecer la liquidez de las transacciones y la regularidad de la cotización** de sus acciones y dentro de los límites establecidos en la autorización otorgada por su Junta General de Accionistas para la adquisición de acciones propias.”* (Circular 1/2017, CNMV exposición de motivos)

Es decir, son contratos utilizados con el objetivo de aportar liquidez a ciertos valores de renta variable y dar movilidad a dichos valores, para así poder evitar las consecuencias negativas que dicha falta de liquidez pueda tener en el valor de cotización de los títulos.

2.4.2 Prácticas de mercado aceptadas. Contratos de liquidez.

Serán prácticas de mercado aceptadas aquellas que se realicen en virtud de un contrato de liquidez, tal y como establece la Circular sobre contratos de liquidez.

El emisor, los cuales podrán ser las sociedades cuyas acciones se encuentren admitidas a negociación en un mercado regulado o en Sistema Multilateral de Negociación (en adelante SMN)¹⁹ español puede suscribir un contrato de liquidez con una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito que sea miembro del mercado en el que se ejecuta la práctica del mercado, que será el intermediario financiero.

¹⁹ Sistema multilateral, operado por una empresa de servicios de inversión o por un organismo rector del mercado, que permite reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad el título II de la presente Directiva (DIRECTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 15 de mayo de 2014. Art.4.22)

2.4.3 Requisitos de los Contratos de Liquidez.

Para que el contrato de liquidez sea considerado una práctica de mercado aceptada debe cumplir con ciertos requisitos sobre; la figura del intermediario financiero, la remuneración del contrato, o como se tienen que realizar las órdenes de compra venta. De estos requisitos podemos concluir que:

El intermediario financiero debe ser una figura independiente y exclusiva, eso significa que el emisor no puede dar órdenes ni instrucciones relativas a la compraventa de sus acciones propias, como puede ser el volumen diario, o los momentos en los cuales introducen dichas órdenes.

Para ello, el intermediario financiero deberá contar con una estructura organizativa propia, con el fin de garantizar la independencia, es por ello que los empleados encargados de gestionar la autocartera del emisor estarán separados del resto de áreas dedicadas a la gestión de carteras, y de esta manera evitar posibles comunicaciones entre ellos que den lugar a información privilegiada.

Para evitar conflictos de interés la remuneración fijada en el contrato tendrá carácter fijo, estando prohibido que tenga un porcentaje en variable, vinculado por ejemplo al número de operaciones realizadas o su rentabilidad, siendo esta una técnica empleada para favorecer la independencia.

Además, el intermediario tendrá prohibido utilizar sus propios recursos para llevar a cabo las operaciones, los recursos empleados serán los del propio emisor, lo que si podrá pagar son los gastos asociados a las operaciones siempre y cuando el emisor resarza los gastos.

Como resulta obvio, las operaciones objeto de contrato se realizaran en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de contratación. Las órdenes quedaran registradas por el intermediario financiero en dos cuentas; en su cuenta de valores y en la correspondiente cuenta de efectivo, ambas cuentas serán visibles para el emisor y solo se podrán utilizar para este tipo de operaciones.

Para que el contrato cumpla su finalidad debe tener un carácter continuado, por ello el intermediario deberá aportar un equilibrio a largo plazo entre el volumen de compras y ventas. El objetivo del contrato es el de aportar liquidez, ello se logra introduciendo ordenes continuadas en el tiempo y de carácter regular, de otro modo sólo se conseguiría variaciones en el precio de cotización.

En cuanto a los límites hay de los recursos asociados al contrato hay que diferencia de si se trata de un mercado líquido o no líquido. En el caso de que sea líquido se establece que:

“Cuando el contrato de liquidez haya sido suscrito por un Emisor cuyas acciones objeto del Contrato de Liquidez tengan un mercado líquido²⁰... no podrán exceder conjuntamente del efectivo y las acciones que el Intermediario Financiero precisaría si durante 13 sesiones bursátiles operase exclusivamente, bien por el lado de las compras o por el lado de las ventas, concentrando el volumen diario máximo al que se refiere el apartado 3 de la norma 3ª, con un límite en todo caso equivalente a 20 millones de euros.” (Circular 1/2017, CNMV norma 2ª7.1)

Cuando el mercado no sea líquido, los límites de los recursos asociados al contrato no podrán exceder de al menos uno de los siguientes límites:

- a) *“El efectivo y las acciones que el Intermediario Financiero precisaría si durante 20 sesiones bursátiles operase exclusivamente, bien por el lado de las compras o por el de las ventas, concentrando el volumen diario máximo al que se refiere el apartado 3 de la norma tercera.*

- b) *El resultado de multiplicar el 1% del capital social del Emisor por el precio de cierre de la cotización de la acción el día previo a la formación del contrato.” (Circular 1/2017, CNMV norma 2ª7.1)*

²⁰ Se considerará mercado líquido según el artículo 2.7.1 del Reglamento UE/600/2014.

a) a efectos de lo dispuesto en los artículos 9, 11 y 18, un mercado de un instrumento financiero o una categoría de instrumentos financieros en el que existan de manera continua compradores y vendedores interesados y disponibles, y que se evalúe con arreglo a los siguientes criterios, tomando en consideración las estructuras de mercado

específicas del instrumento financiero o de la categoría de instrumentos financieros de que se trate:

- i) la frecuencia y el volumen medios de las operaciones en un amplio rango de condiciones de mercado, teniendo en cuenta la naturaleza y el ciclo de vida de los productos dentro de la categoría de instrumentos financieros,
- ii) el número y tipo de participantes en el mercado, incluida la ratio entre participantes en el mercado e instrumentos financieros negociados en un producto determinado,
- iii) el valor medio de las horquillas de precios, si estuviera disponible;

b) a efectos de los artículos 4, 5 y 14, un mercado de un instrumento financiero en el que el instrumento financiero se negocie diariamente y el mercado se evalúe con arreglo a los siguientes criterios:

- i) el capital flotante,
- ii) el número medio diario de operaciones en esos instrumentos financieros,
- iii) el efectivo medio diario negociado para esos instrumentos financieros;

2.4.4 Condiciones para operar.

También resulta necesario que se establezcan una serie de condiciones para que la operación sea legítima, estas condiciones se centran en el volumen y en el precio de contratación, y son las siguientes.

El Intermediario financiero no deberá ejercer nunca una posición dominante en la contratación de las acciones del Emisor, para ello se establecen límites cuando regulan que; el volumen diario ejecutado por el intermediario financiero no superará el 15% del promedio diario del volumen negociado en el mercado de órdenes del mercado regulado o del sistema multilateral de negociación español en las 30 sesiones anteriores. Este límite se podrá ver aumentado hasta el 25% cuando las acciones objeto de contrato se encuentren en un mercado no líquido.

El Intermediario Financiero deberá actuar con la diligencia debida para evitar que su actuación influya de manera decisiva en la evolución de los precios, extremando su cautela durante los periodos de subasta, sobre todo en la de cierre, por ello, en dichos periodos deberá cumplir con las siguientes condiciones:

- a) *“El volumen acumulado de acciones correspondiente a las órdenes introducidas por el Intermediario Financiero no debe superar el 10% del volumen teórico resultante de la subasta en el momento de introducción de dichas órdenes.*
- b) *El Intermediario Financiero no podrá mantener órdenes de compra y venta de acciones con carácter simultáneo en cada momento.*
- c) *El Intermediario Financiero no podrá introducir órdenes de mercado o por lo mejor.*
- d) *El precio de las órdenes de compra introducidas por el Intermediario Financiero no podrá ser superior al mayor que resulte de entre el precio teórico de equilibrio de la subasta en el momento de introducción de la orden y el precio al que se haya ejecutado en el mercado de órdenes la última transacción realizada con anterioridad al inicio de la subasta. Por su parte, el precio de las órdenes de venta introducidas por el Intermediario Financiero no podrá ser inferior al menor que resulte de entre el precio teórico de equilibrio de la subasta en el momento de introducción de la orden y el precio al que se haya ejecutado en el mercado de órdenes la última transacción realizada con anterioridad al inicio de la subasta.”*
(Circular 1/2017, CNMV norma 3ª)

Las operaciones realizadas por un Intermediario Financiero no podrán originar artificialmente desviaciones del precio de cotización respecto a la tendencia del mercado, obstaculizar el funcionamiento de este ni inducir error a terceros. Recordemos que el fin de del contrato es el de aportar liquidez, no alterar la cotización de las acciones.

2.4.5 Requisitos de información.

También observamos que el contrato precisa de ciertos requisitos de relativos a la información, tanto privada entre los partícipes del contrato y la pública, para que esté a disposición de los inversores. Dichos requisitos son tres.

El primero de ellos se refiere a la información privada entre Emisor e Intermediario necesaria para poder cumplir con el contrato.

El segundo se refiere a la copia del contrato que se debe remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Y que la propia Comisión publicará como **hechos relevantes**, se trata de una medida de transparencia en el mercado.

*“Los emisores de valores o instrumentos financieros que sean objeto de negociación en un mercado regulado comunicarán también a la **CNMV, que igualmente procederá a hacerlas públicas en su página web**, las restantes informaciones de carácter financiero o corporativo relativas al propio emisor o a sus valores o instrumentos financieros que cualquier disposición legal o reglamentaria les obligue a hacer públicas en España o que consideren necesario, por su especial interés, difundir entre los inversores.”(Texto Refundido Ley del Mercado de Valores. 2015. Artículo 227).*

Los hechos relevantes se encuentran en la página oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores²¹, se pueden filtrar por entidad, fecha y tipo de hecho producido, donde a pesar de existir una amplia gama el más común es el programa de recompra de acciones, estabilización y autocartera, que es el que analizaremos.

En dicho hecho relevante se establece que la entidad durante un periodo determinado de tiempo va a llevar a cabo un programa sobre sus propias acciones. Detallando la siguiente información:

- Fecha exacta en la cual se producen las operaciones.
- El valor sobre el cual se producen las operaciones.
- El tipo de operación compra/venta.
- El centro de negociación.
- El número de acciones.
- El precio medio de la operación.

²¹ <https://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?division=1&nif=A28164754>

- anexo información detallada sobre cada una de las operaciones realizadas durante el período indicado.

Y el tercero hace referencia a la información pública, estableciéndose que todo Emisor que suscriba un contrato de liquidez deberá hacer público lo siguiente:

- a) identidad del Intermediario Financiero.
- b) Identificación del valor y mercado en el que opera.
- c) Periodo de vigencia.
- d) Número de acciones y efectivo destinado a la cuenta de valores y efectivo respectivamente.
- e) Con carácter trimestral las operaciones sobre sus propias acciones con detalle de las compradas y vendidas.
- f) Supuestos sobre resolución suspensión o modificación del contrato.

A continuación veremos un ejemplo de la empresa “Vocento” en el cual informa a la CNMV sobre el inicio de un programa de recompra de acciones propias en virtud de un contrato de liquidez.

Cuadro nº1 programa de recompra.

Fecha	Valor	Operación	Centro Negociación	Número Acciones	Precio Medio
13/01/2020	VOC	Compra	BME	2.940	1,235
14/01/2020	VOC	Compra	BME	2.275	1,230
15/01/2020	VOC	Compra	BME	5.000	1,224
16/01/2020	VOC	Compra	BME	5.000	1,225
17/01/2020	VOC	Compra	BME	950	1,230

(Fuente: Hecho Relevante sobre autocartera de Vocento)²²

²² Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/HR/verDoc.axd?t={bea08c0e-5b72-45cb-9c5e-2ceff9724082}>

Como podemos apreciar, en el Hecho Relevante se hace mención a la fecha en la que se efectúan las operaciones, el instrumento financiero negociado, la operación efectuada, el mercado en el cual se han negociado esos valores, el número de acciones objeto de dicha operación y finalmente el precio medio.

Cuadro n°2 análisis detallado las operaciones de autocartera.

Fecha	Operación	Número Acciones	Precio unitario	Importe total	Intermediario
2020-01-13	COMPRA	582	1,24	718,77	Banco Santander, S.A.
2020-01-13	COMPRA	100	1,24	123,50	Banco Santander, S.A.
2020-01-13	COMPRA	500	1,24	617,50	Banco Santander, S.A.
2020-01-13	COMPRA	155	1,24	191,43	Banco Santander, S.A.
2020-01-13	COMPRA	89	1,24	109,92	Banco Santander, S.A.
2020-01-13	COMPRA	495	1,24	611,33	Banco Santander, S.A.
2020-01-13	COMPRA	1.019	1,24	1.258,47	Banco Santander, S.A.
2020-01-14	COMPRA	542	1,23	666,66	Banco Santander, S.A.
2020-01-14	COMPRA	1.200	1,23	1.476,00	Banco Santander, S.A.
2020-01-14	COMPRA	533	1,23	655,59	Banco Santander, S.A.
2020-01-15	COMPRA	953	1,22	1.162,66	Banco Santander, S.A.
2020-01-15	COMPRA	1.108	1,22	1.351,76	Banco Santander, S.A.
2020-01-15	COMPRA	600	1,22	732,00	Banco Santander, S.A.
2020-01-15	COMPRA	432	1,22	527,04	Banco Santander, S.A.
2020-01-15	COMPRA	1.907	1,23	2.345,61	Banco Santander, S.A.

2020-01-16	COMPRA	59	1,23	72,28	Banco Santander, S.A.
2020-01-16	COMPRA	263	1,23	322,18	Banco Santander, S.A.
2020-01-16	COMPRA	22	1,23	26,95	Banco Santander, S.A.
2020-01-16	COMPRA	1.350	1,23	1.653,75	Banco Santander, S.A.
2020-01-16	COMPRA	35	1,23	42,88	Banco Santander, S.A.
2020-01-16	COMPRA	3.271	1,23	4.006,98	Banco Santander, S.A.
2020-01-17	COMPRA	490	1,23	602,70	Banco Santander, S.A.
2020-01-17	COMPRA	460	1,23	565,80	Banco Santander, S.A.

En el mismo Hecho Relevante, se hace un análisis con más detalle acerca del precio unitario, haciendo mención también a quien es el intermediario financiero.

2.4.6 Restricciones.

Se refiere a los cuatro supuestos en los cuales, la operativa de un contrato de liquidez deberá suspenderse por entender que la operativa de autocartera tiene otra finalidad diferente al de aportar liquidez, y son:

- a) *En las ofertas públicas de venta y suscripción de acciones del Emisor en las que se desarrollen operaciones de estabilización, durante el periodo en el que se desarrolle la estabilización y hasta la fecha de comunicación de la fecha en que se haya realizado por última vez la estabilización o del ejercicio de la opción "greenshoe".²³*
- b) *Desde el anuncio al mercado, a través de la publicación de la correspondiente comunicación, y hasta la liquidación de una oferta pública de adquisición de acciones del Emisor o de una oferta pública de adquisición de acciones en la que el*

²³ El **Green Shoe** se denomina a una cláusula en los contratos de colocación de **OPV**, en la cual se permite a los colocadores vender más acciones de las previstas (hasta un 10% adicional aproximadamente), en los casos que la demanda llegue a ser mucho mayor de lo previsto

Emisor sea la sociedad oferente y la contraprestación ofrecida consista en una permuta o canje de valores o en una contraprestación mixta.

- c) Durante la realización de programas de recompra de acciones del Emisor.*

- d) Con ocasión de las compras de acciones propias que tenga que realizar el Emisor como consecuencia de un plan de retribución a empleados o directivos, el vencimiento de un instrumento financiero derivado o de una operación corporativa y durante el plazo en el que las mismas tengan lugar. (Circular 1/2017, CNMV norma 5ª)*

2.4.7 Circular 2/2019 de 27 de Noviembre de 2019 de la CNMV

La circular 2/2019, de 27 de noviembre de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, modifica la Circular 1/2017, de 26 de abril, sobre los contratos de liquidez y entrará en vigor el 27 de febrero de 2020.

Transcurridos dos años desde la entrada en vigor de la Circular 1/2017 se ha revisado la práctica de mercado aceptada se ha concluido que es preciso introducir dos modificaciones. Estas modificaciones responden a la demanda de los partícipes del mercado y su fin es lograr el acceso a los contratos de liquidez de un mayor número de sociedades emisoras, sobretodo de aquellas que cuentan con acciones con menor liquidez, y modular ciertas restricciones al intermediario financiero en los periodos de subasta.

La primera modificación se produce en el apartado tres de la norma tercera, en ella se establece un nuevo límite aplicable en aquellos contratos suscritos por sociedades emisoras cuyas acciones no disponen de un mercado líquido y se negocian en un mercado regulado a través del sistema de contratación de fixing o en un sistema multilateral de negociación.

Mientras que la antigua Circular establecía el límite del 25% del promedio diario del volumen negociado en el mercado de órdenes del mercado regulado o SMN en las 30 últimas sesiones, en la nueva Circular el límite de contratación será el mayor entre el 25% y 20.000 euros en cada sesión de negociación en la que el contrato de liquidez opere. En nuestra opinión esto beneficiará especialmente a aquellas empresas de capitalización menor e incentivará a pequeñas empresas a salir al mercado.

También se añade la posibilidad de la CNMV de manera excepcional autorice su aplicación a los contratos suscritos por emisores cuyas acciones negocien en un mercado regulado a través del sistema de contratación general. El emisor tendrá la posibilidad de solicitar a la CNMV su aplicación acompañando a la solicitud un informe de la sociedad rectora del mercado regulado que justifique su consideración de por

qué su acción tiene poca liquidez a pesar de no estar incluida en el sistema de contratación de fixing.

La segunda modificación se produce en el apartado cuarto también de la Norma Tercera que se encarga de regular las condiciones que deben ser observadas por los intermediarios financieros en los periodos de subasta. En esta modificación se elimina la restricción a la posibilidad de mantener órdenes de compra y venta de acciones simultáneas en cada momento, estableciendo la obligación del intermediario financiero de adoptar las medidas necesarias para evitar que se crucen sus órdenes de sentido contrario en la subasta.

Como vemos esta modificación también aporta flexibilidad, ya que bastará con adoptar las medidas necesarias para evitar que se ejecuten en subasta las órdenes de signo contrario en lugar de la prohibición que existía en la Circular de 2017. Con estas medidas se espera lograr de manera más eficiente el objetivo de los contratos de liquidez el cual no ha variado.

2.5 RÉGIMEN SANCIONADOR TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES.

Como el fin principal de este trabajo es analizar las sentencias que veremos a continuación, es importante estudiar cuál es el régimen sancionador actual, pero sin olvidarnos del anterior, ya que la mayoría de las sentencias mencionadas harán referencia a la antigua normativa, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que estuvo vigente hasta el 13 de noviembre de 2015.

Como veremos las sentencias de autocartera harán mención a las infracciones contenidas en los artículos 99. i)²⁴ de la Ley del Mercado de Valores, cuando se trate de una infracción muy grave, y el artículo 100. w)²⁵ de la Ley del Mercado de Valores cuando se trate de una infracción grave, ambos en relación con el artículo 83 ter 1. a)²⁶

²⁴ Constituyen infracciones muy graves de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el artículo 95 de esta Ley los siguientes actos u omisiones:

i) El incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la presente Ley, cuando produzca una alteración significativa de la cotización.

²⁵ Constituyen infracciones graves de las personas físicas y jurídicas a que se refiere el artículo 95 de esta Ley, los siguientes actos u omisiones:

w) El incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la presente Ley, cuando no constituya infracción muy grave conforme a lo dispuesto en el artículo anterior.

²⁶ 1. Toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores debe abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios. Como tales se entenderán las siguientes:

a) Las operaciones u órdenes:

de la misma ley, por la realización de prácticas de manipulación de mercado con acciones propias.

Sólo en un caso nos referiremos al artículo 100 x bis)²⁷ de la Ley del mercado de valores, consistente en la falta de comunicación a la CNMV como operación sospechosa de manipulación de mercado en relación con las operaciones sobre acciones propias.

El artículo 83.ter de la LMV, encontrará su actual regulación en el artículo 15 del MAR por el cual ninguna persona manipulará o intentará manipular el mercado. y que se remite el artículo 12 del mismo reglamento, en el cual se detallan aquellas conductas que son constitutivas de manipulación de mercado, las encontrarán sus excepciones en las prácticas de mercado aceptadas reguladas en el artículo 13.

La sanción a aquellas personas que incumplan con el artículo 15 del MAR, encuentran su regulación en la normativa española, concretamente en el artículo 282.15 en el caso de que la infracción sea considerada como muy grave, y en el artículo 295.13 para el caso de que sea considerada como grave.

(Cuadro nº 3 comparación LMV y TRLMV Fuente: Elaboración propia)

Ley del Mercado de Valores (Artículos)	Texto Refundido de la Ley del mercado de valores (Artículos) o Reglamento Abuso de mercado (MAR)*
83 ter	12 y 15*
83 quáter	232
99.i)	282
100 x bis	295
100 w)	295
99 l)	283. 3
102	302
103	303

(Tabla de correspondencia de artículo de la antigua Ley del Mercado de Valores y actual Texto Refundido de La Ley del Mercado de Valores)

Que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros.

Que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate.

²⁷ x bis) El incumplimiento de la obligación de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de operaciones sospechosas de constituir abuso de mercado, establecida en el artículo 83 quáter de esta Ley.

2.6 CONCLUSIONES PARCIALES.

La entrada en vigor del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y especialmente el Reglamento sobre Abuso de Mercado supone una revolución en la normativa sobre el régimen de autocartera.

Se pretende aumentar la seguridad del inversor con el fin de incrementar así su actividad en los mercados financieros, es por ello que para fortalecer la integridad del mercado se endurecen los tipos normativos.

La prohibición de abuso de mercado, así como las conductas típicas de este ahora encontrarán su regulación en la normativa europea, sin embargo, las infracciones seguirán estando reguladas por el legislador español.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores tiene gran influencia en este aspecto por las Circulares donde regulan los contratos de liquidez como práctica de mercado aceptadas, por lo que siempre y cuando se encuentren dentro de los límites serán prácticas que no se considerarán como abuso de mercado y por los Criterios de operación discrecional de autocartera, respectivos al precio volumen y tiempo que deben ser observados para contribuir a la correcta formación de precios a la vez que fomentar la transparencia de los mercados y la protección al inversor, que se encuentran sin efecto desde el 13 de enero de 2020, pero se incorporan a las dichas Circulares.

CAPÍTULO 3- ANÁLISIS CRÍTICO A UN SUPUESTO PRÁCTICO DE AUTOCARTERA.

En esta parte trataremos de analizar todas las sentencias sobre sociedades cotizadas y que han tenido un procedimiento sancionador previo por la CNMV, antes de llegar a los tribunales de justicia que versan sobre la autocartera, de tal forma que podamos tener una visión más amplia de cómo funciona en realidad y qué opinan los tribunales de justicia acerca de este tema.

Para ello plantearemos un supuesto de hecho hipotético, en el que aplicaremos la normativa actual y que reúna las características generales de los casos por los que se ha sancionado por cometer abuso de mercado, modificando la cotización y no aportando al inversor la suficiente transparencia para que pueda tomar sus decisiones.

Para tener un análisis más profundo y complejo, también se le añadirán temas más concretos que no aparezcan en todas las sentencias.

Supuesto de hecho:

Una sociedad dominante cotizada compra acciones propias en régimen de autocartera en tres periodos temporales, que en total duran 5 meses.

El primer periodo temporal dura enero y febrero, el segundo comprende abril y mayo, mientras que en julio se produciría el tercer periodo.

En el tercer periodo se firma un contrato de liquidez, sujeto a la circular 1/2017. Y más tarde, la entidad comunica que ha iniciado un programa de recompra de acciones sujeto al MAR.

La sociedad dominante posee otra sociedad, que cotiza en un mercado más pequeño, el MAB, y también realizan 3 periodos de autocartera con las mismas características.

En los periodos 3 periodos se observa que, la presencia compradora de la entidad en las sesiones que participa alcanza niveles significativos en relación al resto de los agentes operantes en el mercado, especialmente en la sesión abierta²⁸ y, en los

²⁸ Tiene lugar entre las 9:00 y las 17:30, es el periodo donde se cruzan las operaciones de compra y venta, las órdenes pueden ser negociadas en su totalidad parcialmente, o no ser ejecutadas.

dos primeros periodos analizados en la subasta de cierre²⁹. Por ello, puede concluirse que la negociación en esos tres periodos ha estado dominada por dicha entidad mediante las compras de acciones propias, de tal forma que un titular no independiente, como es el emisor respecto de sus propias acciones, ha alterado la libre formación de precios.

Pese a que se altera la libre formación de precios, se puede observar que en el primer periodo, la presencia compradora de la entidad es mucho mayor, alterando su cotización un 15%, alteración que destaca aún más, al observar el historial de los últimos meses, el cual era plano, sin subidas ni bajadas, y sin hechos externos en los que aparentemente se pueda justificar dicha subida, ya que empresas que se dedican a la misma actividad y del mismo tamaño no han tenido dichas subidas.

En el segundo periodo, se reduce en gran parte la presencia compradora, la cotización apenas sube un 2%, y se reducen sensiblemente las órdenes introducidas en los momentos de apertura y de cierre de las subastas, también se puede apreciar que los volúmenes negociados son mucho menores, y que aumenta la oferta y la demanda de terceros independientes. También se observa que en este segundo periodo la operativa de autocartera ha sido delegada, en un consejero delegado

En uno de los periodos la compraventa de acciones se produce en virtud de un contrato de préstamo. En otro periodo se delega la operativa de autocartera en el Consejo de Administración, este consejo delega por mandato verbal la gestión de liquidez a una intermediaria y esta intermediaria actúa directamente por vía de su subdirector general el cual depende directamente del presidente.

Estas sociedades son empresas que prestan servicios de inversión, por lo que son consideradas como empresas profesionales, sujetas a una relación especial con la administración, por lo que deberán ser más diligente y tendrán que tener un conocimiento más amplio sobre la normativa.

Procedimiento sancionador.

Como prueba se ha obtenido acceso a correos electrónicos entre las personas encargadas de llevar a cabo la operativa discrecional de autocartera como “no hay que dejar caer el valor” o “Si no vamos a la CNMV vendrán ellos a preguntar”, lo que parecen indicios de la intención de manipular el mercado.

²⁹ Subasta con la que se cierra la sesión, durante dicha subasta que dura cinco minutos, se pueden introducir, modificar o cancelar órdenes, pero no se cruzan operaciones.

El tribunal encargado de resolver considera como prueba de gran importancia el informe pericial realizado por la Unidad de Vigilancia del Mercado de la CNMV, el MAB también realiza otro informe pericial menos exhaustivo, la parte recurrente solicita que se le dé mayor validez a este último.

Los recurrentes alegan que la conducta tiene una causa de justificación debido a la falta de liquidez del mercado e intentarán rebajar subsidiariamente su sanción alegando que la multa interpuesta es alta en comparación con otros supuestos parecidos. También consideran que se ha visto vulnerado el principio de legalidad, pues en su opinión han sido vulnerados en base a los criterios de la CNMV sobre operativa discrecional de autocartera que no supone una norma con rango legal.

En la propuesta de resolución se modificarán la calificación jurídica de los hechos.

Se decide sancionar con una multa a la entidad por cometer abuso de mercado, al entender que las prácticas realizadas, falsean la libre formación de los precios, y se plantea si puede responder penalmente también.

Una vez visto el supuesto de hecho nos presentan las siguientes hipótesis:

- Nº 1. ¿Cómo podría sancionarse a la entidad?
- Nº 2. ¿Qué sucedería si la entidad con su actividad no sólo hubiera dado indicios falsos al mercado? ¿Y si además hubiera producido una alteración significativa de la cotización?
- Nº 3. ¿Existen excepciones a la tipicidad?
- Nº 4. ¿Cabría imponer sanciones penales?
- Nº 5. ¿Qué sucedería si el valor negociado fuese un valor del Mercado Alternativo Bursátil?
- Nº 6. ¿Es muy relevante el informe del MAB? ¿Qué diferencias hay entre el informe del MAB y el de la UVM de la CNMV?
- Nº 7. ¿Se pueden comprar acciones propias en función de un contrato de préstamo?
- Nº 8. ¿Resulta proporcional la sanción aplicada?

- Nº 9. ¿Se puede declarar la nulidad porque en la propuesta de resolución se modifica los hechos imputados y la calificación jurídica de los mismos fijados en el pliego de cargos? Presunción de defensa en el procedimiento sancionador.
- Nº 10. ¿Sobre quién recae la responsabilidad? ¿Es solo contra la empresa? ¿También puede ser contra miembros del consejo? ¿Vulnera el principio non bis in ídem?
- Nº 11. ¿El hecho de que las infracciones se produzcan en el ámbito de una relación de sujeción especial puede afectar a la exigencia de predeterminación de los tipos sancionadores?
- Nº 12. ¿Sancionar en base a un criterio de la CNMV es vulnerar el principio de legalidad?

3.1 ¿CÓMO PODRÍA SANCIONARSE A LA ENTIDAD?

Vamos a analizar la tipicidad de la infracción imputada teniendo en cuenta que dicha práctica no ha producido una alteración significativa en la cotización de sus propias acciones.

Para ello, debemos tener en cuenta los artículos 12 y 15 del MAR sobre manipulación de mercado.

En el artículo 15 del MAR se establece que *“ninguna persona manipulará o intentará manipular el mercado.”*

Se podrán considerar manipulación del mercado conductas que:

“transmitan o pueda transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero o de un contrato de contado sobre materias primas relacionado con él, o bien fije o pueda fijar en un nivel anormal o artificial el precio de uno o varios instrumentos financieros o de un contrato de contado sobre materias primas relacionado con ellos”(MAR. 2014. Artículo 12.1.a.i)

“La intervención de una persona, o de varias en concierto, para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un instrumento financiero, de un contrato de contado sobre materia primas relacionado o de un producto subastado basado en derechos de emisión, que afecte o

pueda afectar a la fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o que cree o pueda crear otras condiciones de negociación no equitativas.” (MAR. 2014. Artículo 12.2)

Por tanto, como esta práctica, se encuentra dentro de los dos supuestos antes citados, incumple con el artículo 15 del MAR, en el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores en el artículo 295.13 se establece que será considerado como grave, el incumplimiento del artículo 15 del MAR cuando no sea considerado como muy grave.

La norma no exige un resultado en concreto para sancionar, la ley establece que la manipulación de mercado no se encuentra limitada simplemente a la modificación del precio o la cotización, abarca más, como el generar indicios falsos al mercado en lo relativo a la oferta y a la demanda para mandar el mensaje de que un valor es líquido cuando realmente no lo es, afectando así a la integridad y transparencia en el mercado de valores. Consiguiendo atraer a inversores que confían en dicha transparencia.

Como podemos observar en el supuesto de hecho, en el tercer periodo, la operativa de autocartera se realiza en virtud de un contrato de liquidez, es decir una práctica de mercado aceptada por lo que no vulneraría el artículo 15 del RAM y la práctica no sería punible.

En el segundo periodo, observamos que la presencia compradora ha disminuido, la cotización apenas ha subido, y se respeta el no introducir órdenes en periodos de apertura y de cierre, por lo que podemos concluir que claramente se encuentra dentro del 295.13 TRLMV, y por tanto, se trata de un conducta grave, ya que vulnera el artículo 15 del MAR y no está dentro de ningún puerto seguro, y no altera significativamente la cotización tal y como veremos a continuación.

3.2 ¿QUÉ SUCEDERÍA SI LA ENTIDAD CON SU ACTIVIDAD NO SÓLO HUBIERA DADO INDICIOS FALSOS AL MERCADO? ¿Y SI ADEMÁS HUBIERA PRODUCIDO UNA ALTERACIÓN SIGNIFICATIVA DE LA COTIZACIÓN? ANÁLISIS TAMBIÉN DE CONCEPTO JURÍDICO INDETERMINADO.

Analizaremos ahora el primer periodo, si hubiera producido una alteración significativa de la cotización se trataría de una infracción tipificada como muy grave ya que nos encontraríamos en el supuesto del artículo 282 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores. *“El incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 15 del MAR, cuando produzca una **alteración significativa de la cotización.**”*

Sin embargo, alteración significativa de la cotización es un **concepto jurídico indeterminado**.

Antes de analizar dicho concepto, considero conveniente traer a colación la jurisprudencia constitucional acerca de la utilización de los conceptos jurídicos indeterminados para incriminar las conductas objeto de sanción.

*“Si bien los preceptos, legales o reglamentarios, que tipifiquen las infracciones deben definir con la mayor precisión posible los actos, omisiones o conductas sancionables, no vulnera la exigencia de lex certa que incorpora el art. 25.1 de la Constitución la regulación de tales supuestos ilícitos mediante **conceptos jurídicos indeterminados, siempre que su concreción sea razonablemente factible en virtud de criterios lógicos, técnicos o de experiencia y permitan prever, por consiguiente, con suficiente seguridad, la naturaleza y las características esenciales de las conductas constitutivas de la infracción tipificada**, pues, como ha declarado este Tribunal en reiteradas ocasiones [STC 62/1982, de 15 de octubre (RTC 19822), RTC 703/198A 5, de 16 de octubre, entre otras resoluciones], dado que los conceptos legales no pueden alcanzar, por impedirlo la propia naturaleza de las cosas, una claridad y precisión absolutas, por lo que es necesario en ocasiones un margen de indeterminación en la formulación de los tipos ilícitos que no entra en conflicto con el principio de legalidad, en tanto no aboque a una inseguridad jurídica insuperable con arreglo a los criterios interpretativos antes enunciados.”*(Sentencia del Tribunal Constitucional 69/2989 de 20 de abril)

Una vez vista cual es la opinión del Tribunal Constitucional acerca de los conceptos jurídicos indeterminados pasemos a analizar cuál es el más importante con relación a este trabajo, que el de **alteración significativa de la cotización**.

Se puede apreciar en las sentencias que se indica que para concretar el término *“hay que atender al porcentaje de alteración del precio y a su duración en el tiempo”*.

Sin embargo, en nuestra opinión, consideramos que no sólo hay que atender a dichos indicadores, no se produce una alteración significativa a partir de un cierto porcentaje de variación o beneficio, o por su prolongación en el tiempo, hay que tener en cuenta más indicadores.³⁰

Un claro ejemplo se aprecia en la sentencia Audiencia Nacional recurso 2046/2013 de 3 de mayo de 2016, en la cual se observa que se produce un aumento de la cotización de un 7%, a priori dicho porcentaje no parece excesivo, y más en un mercado muy líquido como el que analiza la sentencia en cuestión.

³⁰ Estos criterios no son públicos, sin embargo, del análisis de las sentencias podemos indicar que dependen del valor, el porcentaje de variación, el historial de la cotización, la cotización de empresas comparables, beneficio obtenido...

No obstante, la cotización de los 3 últimos meses había sido plana, y no había noticias que pudiesen explicar un aumento de la cotización, como por ejemplo, una nota de prensa donde se comunique un aumento en las ventas, lo que anime a invertir en dicha sociedad.

Otras empresas del mismo sector, sí habían visto aumentado su cotización pero no resulta suficiente, en palabras de la Unidad de Vigilancia del Mercado de la CNMV, en adelante UVM la comparación efectuada debe referirse a acciones de emisores que sean no sólo del mismo sector sino que no se encuentren afectados por noticias singulares, que sean del mismo tamaño, de la misma rama de actividad y que presenten con esa sociedad mayores similitudes.

Por esta razón, podemos observar que si la cotización está en alza un mayor aumento durante un periodo de tiempo donde aumente las compras en autocartera no tiene por qué alterar significativamente la cotización, ni tampoco el hecho de que aumente la cotización en empresas similares.

Esto posiblemente se deba a que quieren que el mercado siga su propio curso, y a que no perjudica tanto al inversor, ya que al fin y al cabo estaría invirtiendo en sociedades con tendencia positiva. En el caso contrario, en el de mantener o aumentar la cotización intencionadamente, lo que se pretende es aparentar una situación financiero mejor y distinta a la real, que lo que produce es que cuando se deja de operar con autocartera, la cotización pierda su valor sustancialmente.

Otro punto diferente que podría influir en el significado de alteración significativa, es la intencionalidad. Y es que uno de los puntos para decantarse por una infracción muy grave es, si dichas operaciones se realizan con el objetivo o no de dar liquidez a un valor.

Para observar si la conducta resulta ser considerada a título de dolo o de culpa, en la práctica uno de los elementos más útiles son los correos electrónicos que se analizan en los expedientes. Frases como *“no hay que dejar caer el valor”* o *“Si no vamos a la CNMV vendrán ellos a preguntar”* son prueba suficiente de que lo que quieren es aumentar la cotización intencionadamente.

Otro punto que en nuestra opinión influye para determinar si varía significativamente o no la cotización es en el periodo de subasta tanto de apertura como de cierre en la bolsa.

Antes de la apertura del mercado se da la subasta, en ella se pueden introducir, modificar y cancelar órdenes, sin que se lleguen a ejecutar, estas se ejecutan una vez

que finalice y el precio al cual se ejecutan es el precio de equilibrio entre la oferta y la demanda.

Pongamos un ejemplo, el precio de una acción se encuentra a 20 euros, si introduzco órdenes de compra a 20.5 estas se irán casando con las órdenes de venta que tengan ese precio, de tal forma que el precio de la cotización ira aumentando y quien quiera adquirir acciones tendrá que introducir órdenes de compra a ese precio en lugar de los 20 iniciales, también hay que señalar que tal y como hemos dicho antes, estas órdenes no se ejecutan durante el periodo de subasta de tal forma que, el inversor podría verse engañado con mayor facilidad, creyendo que el precio real es de 20.5 y momentos antes cancelar tus órdenes, es por eso por lo que el mercado no siempre cierra a la misma hora existiendo unos segundos de aleatoriedad.

Otro momento de incidencia sería el cierre, al precio en el que se case la última acción será el precio de referencia al que aparecerá el día siguiente, de tal forma que si introduces órdenes al final del cierre incrementando su valor, el inversor tendrá una visión equivocada.

“El impacto en precios no solo se produce a través de las compras realizadas sino también mediante las órdenes introducidas con independencia de que éstas se ejecuten o no”.³¹ (SAN de 17 de abril de 2017 recurso nº 1098/2014)

Podemos concluir que una infracción será considerada como grave o como muy grave dependiendo de si concurre o no una alteración significativa de la cotización, este es un concepto jurídico indeterminado y como tal no está regulado, debemos apreciar el conjunto de circunstancias que dan lugar a la práctica de manipulación de mercado y ver cuánto ha influido en el precio de la acción.

3.3 ¿EXISTEN EXCEPCIONES A LA TIPICIDAD?

Si, la respuesta se halla en el artículo 13 del MAR cuando se indica que la prohibición establecida en el artículo 15 no se aplica... a cualquier otra conducta que demuestre que los motivos de la operación, orden o conducta son legítimos y que están se adecuan a las **prácticas de mercado aceptadas**.

En la actualidad, la única práctica de mercado aceptada son aquellas operaciones que se hagan en virtud de un contrato de liquidez con el objetivo de estabilizar los precios o aportar una mayor liquidez, tal y como sucede en el tercer periodo.

³¹ SAN de 17 de abril de 2017 recurso nº 1098/2014

No obstante, hay operaciones de recompra que pueden estar dentro de puertos seguros, por consiguiente no serán contrarias a la norma, como, los programas de recompra cuando cumplan las condiciones establecidas en el MAR, cuando el objetivo de la recompra sea el de reducir capital, ejecutar deuda convertible o remunerar directivos o empleados, siempre y cuando se justifique por motivos económicos, se actúe con la transparencia necesaria y se comunique como información relevante.³²

Podemos apreciar que la norma concreta las operaciones de recompra que se considerarán legítimas, aquellas que cumplan con los requisitos del artículo 5 del MAR, sin importar la finalidad de aquellas operaciones, sin embargo, en los casos de los contratos de liquidez, el fin no se concreta, ya que establece que se considerará práctica de mercado aceptadas cuando concurra un fin legítimo, entrando un elemento subjetivo, y siendo posible que, aun cumpliendo todos los límites establecidos la finalidad no sea legítima y por tanto la conducta sea considerada como manipulación de mercado.³³

En nuestro caso práctico los recurrentes alegarán que su conducta resulta legítima por cumplir un fin legítimo, el cual es dotar de liquidez al mercado.

*“La falta de liquidez en los valores de renta variable supone un inconveniente para el adecuado desarrollo y funcionamiento del mercado y puede implicar perjuicios para los inversores e intermediarios. En línea con lo dispuesto por otros supervisores de valores de la Unión Europea, **determinados mecanismos que persigan aumentar la liquidez de un valor pueden resultar oportunos** si estos actúan de forma que minimicen la emisión de señales erróneas y no empañen el funcionamiento del mercado.*

*Los Contratos de Liquidez a los que se refiere esta disposición tienen por objeto **la provisión de liquidez por parte de un intermediario** que, actuando por encargo del emisor, realiza operaciones de compra y venta en el mercado secundario oficial sobre las acciones de dicho emisor.” (Sentencia de la Audiencia Nacional nº de recurso 889/2019 de 10 de Mayo de 2018).*

Es decir, lo que intenta justificar es una falta de liquidez sobre las acciones que lo que hace es crear un perjuicio al propio mercado, aportando la liquidez necesaria para que el mercado funcione correctamente está realizando una conducta legítima.

Sin embargo la Circular sobre los Contratos de liquidez, establece límites.

³² Artículo 5 y Considerando nº 11 del MAR.

³³ Lacave y Gutiérrez Recompra y operativa de acciones propias (2019) *Boletín Trimestral III CNMV*.

Uno de ellos es que el intermediario nunca ejercerá posición dominante y nunca superará el 15% del volumen medio diario, que puede aumentarse hasta el 25 % en los supuestos en los que el producto sea poco líquido.

El intermediario deberá extremar su cautela en los periodos de subasta y de cierre para evitar influir decisivamente en la formación de precios y tienen la prohibición de originar desviaciones de precios de cotización respecto a la tendencia del mercado.

La Circular lo que pretende es establecer una vía legítima para los contratos de liquidez cuando estos cumplan precisamente el objetivo de aportar liquidez, sin embargo, establece unos límites según los cuales a partir de ellos se considera que se excede de ese objetivo y lo que se pretende es una manipulación de mercado.

Correctamente a partir de ciertos límites se genera una apariencia engañosa al mercado, un 15% resulta suficiente, de esta forma aportas una pequeña liquidez con el objetivo de que poco a poco vayan entrando nuevos inversores y sean ellos mismos quienes vayan haciendo el producto más líquido, de forma que sea el propio mercado quien cree esa tendencia.

Si no se aplican límites provocarían una apariencia totalmente engañosa, del tal forma que no sería el propio mercado quien vaya creando esa tendencia a la liquidez, sino que se crearía de forma totalmente artificial, y a los inversores atraídos a la contratación de un producto financiero debido a su liquidez, se verán gravemente perjudicados cuando el intermediario deje de realizar compra en régimen de autocartera debido su alto volumen de participación.

En nuestro caso, los recurrentes se exceden de estos volúmenes aparte de introducir muchas órdenes en los periodos de subasta impidiendo que el precio de cierre se formara con la intervención de terceros independientes.

Por tanto, su tiene encuadre típico como infracción grave o muy grave.

¿Qué sucedería en la hipótesis según la cual aunque hubiera respetado los volúmenes hubiera ocasionado una alteración en el valor de la cotización?

Pues bien el fin de la norma es favorecer la liquidez de las transacciones y la regularidad de la cotización de las acciones, los límites son medidas según las cuales se entiende que mientras no se superen estos límites se mantendrá la regulación en las cotizaciones, pero se puede dar el caso de que aunque no se supere el límite cuantitativo del 15% o 25% visto anteriormente si se produzca una alteración en la

cotización por introducir órdenes en los periodos de subasta y de cierre, que en estos periodos son en los que se fija el precio de la acción.

Por tanto, aunque no supere los límites si se estaría incumpliendo la directiva y por tanto su conducta encajaría como infracción.

Se puede plantear la hipótesis según la cual pese a cumplir todos los requisitos establecidos en la Circular se aprecie una alteración significativa de la cotización, pues bien en este supuesto esa variación se deberá a la propia evolución del mercado debido a la participación de terceros agentes, la conducta realizada por el intermediario no sería constitutiva de infracción, tampoco se podrá suspender ni anular el contrato ya que en la norma segunda punto 5 se establece la continuidad de la actividad para mantener el necesario equilibrio entre el volumen de compras y ventas.

Podemos concluir que en esta tercera hipótesis la conducta es legítima, por no deberse la alteración a una conducta directa de la intermediadora.

3.4 ¿CABRÍA IMPONER SANCIONES PENALES?

Para ello analizaremos la Directiva 2014/57/UE Del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado, en adelante DAM.

Esta Directiva tiene su origen cuando se reúne un grupo de expertos de alto nivel sobre la Supervisión Financiera de la UE, presidido por JACQUES DE LAROSIÈRE (grupo Larosière), y con fecha 25 de febrero de 2009 emite un informe.³⁴

En dicho informe se llega a la conclusión de que las autoridades de supervisión deben disponer de potestades suficientes para actuar, que es necesaria la existencia de regímenes de sanciones que sean equitativos, rigurosos y disuasorios contra todos los delitos financieros.

Las sanciones a imponer tienen que ser totalmente efectivas, de esa forma se podrá preservar correctamente la integridad del mercado.

En la fecha de publicación del informe, no todos los países miembros tenían un sistema de sanciones administrativas para los casos de abuso de mercado, y mucho

³⁴ Informe disponible en:
<https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/09/May/Fic/ief0316.pdf>

menos había acuerdo entre los diferentes estados miembros sobre qué constituía infracción grave sobre abuso de mercado.

Como se entiende que la imposición de sanciones penales demuestra una desaprobación social de carácter más severo que las sanciones administrativas y, que es necesario uniformidad para el correcto funcionamiento del mercado de la Unión se elabora dicha directiva, en la cual en su párrafo 10 se establece que *“Los Estados miembros deben estar obligados a establecer que, al menos, los casos graves de operaciones con información privilegiada, **abuso de mercado** y comunicación ilícita de información privilegiada constituyan infracciones penales cuando se hayan cometido intencionadamente”*.

En el artículo 5 de la presente Directiva establece que *“Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para garantizar que **la manipulación de mercado** constituya una infracción penal al menos en los casos graves y cuando se haya cometido intencionalmente.”*

El artículo 5 continua indicando las definiciones de manipulación de mercado entre las que se encuentra *“transmitir señales falsas o engañosas en cuanto la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero”*. Por tanto, como hemos señalado antes, las operaciones de autocartera pueden constituir manipulación de mercado.

En el artículo 3 se establece que la presente directiva no se aplicará a la negociación de acciones de recompra cuando se realice de conformidad el artículo 5 apartados 1,2 y 3 del reglamento (UE) nº 596/2014.

Por tanto, no se aplicará cuando:

- Se hagan públicos los detalles completos del programa antes del comienzo de la negociación
- Cuando se comunique a la autoridad y a continuación al público las operaciones como elemento integrantes del programa de recompra.
- Y cuando persigan los objetivos de cumplimiento de obligaciones inherentes a los instrumentos financieros de deuda convertible en acciones o cumplimiento de las o el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los programas de opciones de acciones u otras asignaciones de acciones para los empleados o los miembros de órganos de administración o supervisión del emisor o de una empresa asociada.

¿Cuáles son las sanciones a imponer?

En el caso de personas físicas una sanción máxima de 4 años y, en el caso de las personas jurídicas se incluyen sanciones como exclusiones de ayudas públicas, vigilancia o disolución judicial y prohibición/cierre temporal o definitivo de la actividad o establecimiento.

Una vez analizado que es la directiva quien sienta las bases para que los Estados puedan tipificar como infracciones penales ciertas conductas referentes a la manipulación de mercado, hay que acudir a la legislación española para ver cómo se traspone dicha directiva.

Y es que en el caso español es la Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional la encargada de dicha transposición.

En esta trasposición el bien jurídico protegido no se configura tanto en atención al contenido patrimonial o al propio orden socioeconómico, como a la integridad de los mercados y la confianza de los inversores que actúan en ellos.

Y en lo referente a nuestro caso, lo que hace esta directiva es modificar el artículo 284 del Código Penal, ya que antes no abarcaba todos los supuestos específicamente referidos en la norma europea, que ahora deben sancionarse de forma expresa para cumplir con las exigencias del principio de legalidad penal.

“Se impondrá la pena de prisión de seis meses a seis años, multa de dos a cinco años, o del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido, o de los perjuicios evitados, si la cantidad resultante fuese más elevada, e inhabilitación especial para intervenir en el mercado financiero como actor, agente o mediador o informador por tiempo de dos a cinco años, a los que:

1.º Empleando violencia, amenaza, engaño o cualquier otro artificio, alterasen los precios que hubieren de resultar de la libre concurrencia de productos.

*2.º Por sí, de manera directa o indirecta o a través de un medio de comunicación, por medio de internet o mediante el uso de tecnologías de la información y la comunicación, o por cualquier otro medio, **difundieren noticias o rumores o transmitieren señales falsas o engañosas sobre personas o empresas**, ofreciendo a sabiendas datos económicos total o parcialmente falsos con el fin de alterar o preservar el precio de cotización de un instrumento financiero o un contrato de contado sobre materias primas relacionado o de manipular el cálculo de un índice de referencia, cuando obtuvieran, para sí o para tercero, un beneficio, siempre que concurra alguna de las siguientes circunstancias:*

- a) *que dicho beneficio fuera superior a doscientos cincuenta mil euros o se causara un perjuicio de idéntica cantidad;*
- b) *que el importe de los fondos empleados fuera superior a dos millones de euros;*
- c) *que se causara un grave impacto en la integridad del mercado.(Código penal. 2015. Artículo 284)*

Después de ver este análisis, podemos observar que en nuestro caso expuesto no ajusta a dicho artículo, no siendo posible iniciar un procedimiento penal. De hecho, en España todavía no se ha dado ningún supuesto subsumible en este artículo, por lo que toda operativa de autocartera se ha resuelto por la vía administrativa.

Dicho esto, en nuestra opinión consideramos totalmente necesaria la nueva redacción del artículo 284 especialmente su punto nº2, y es que, al menos en lo que concierne a España diariamente aparecen nuevas páginas webs ofreciendo servicios e información sobre el mercado de valores, que no es correcta, con el único fin de sacar beneficio propio.

Pongamos un ejemplo, una persona tiene un negocio cuyo objeto consiste en la producción de aparatos electrónicos, para ello utiliza materiales procedentes de E.E.U.U y de China, esa misma persona tiene un portal de noticias financieras donde publica noticias veraces.

Un día publica una noticia según la cual las relaciones comerciales entre China y E.E.U.U han mejorado notablemente y pone el ejemplo de su propia empresa, que como consecuencia de dicha mejoría en las relaciones comerciales se va a producir un abaratamiento notable en los costes, aumentando los beneficios y como consecuencia prevé una subida en la cotización.

Los inversores que crean que esta noticia es verídica invertirán en esta empresa, produciendo un aumento de la demanda y por tanto elevando su cotización, sin embargo, la base de esta subida es una base ficticia por lo que el valor tenderá a bajar de nuevo generando un perjuicio a los inversores y un beneficio a la empresa que dependerá del número y volumen de inversores y de la estrechez del valor.

3.5 ¿QUÉ SUCEDERÍA SI EL VALOR NEGOCIADO FUESE UN VALOR DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL?

Lo primero que tenemos que saber es que el Mercado Alternativo Bursátil, en adelante MAB, es un sistema multilateral de negociación, el cual tiene su regulación en el Reglamento General del Mercado Alternativo Bursátil.

“El MAB es un mercado orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características.”³⁵

Lo que hace el MAB es facilitar a las Pymes un acceso sencillo y eficiente al mercado de valores para puedan disfrutar de ventajas como financiación, visibilidad, liquidez, valoración, etc.

Como se trata de un mercado más reducido, para solventar los posibles problemas de liquidez el MAB cuenta con proveedores de liquidez, los cuales se dedican durante la sesión a ofrecer posiciones tanto de compra como de venta, con el objetivo de conseguir cierta frecuencia en la contratación y amortiguar las variaciones de precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado.

Sin embargo, pese a contar con estos proveedores de liquidez, los valores siguen siendo menos líquidos y más estrechos, lo que hace más sencillo alcanzar altos volúmenes de autocartera influyendo más en su cotización.

Si nuestra en nuestro ejemplo la empresa cotizase en el MAB, como hemos dicho anteriormente aunque sea más fácil alterar su cotización por su baja liquidez, la empresa negocia sus acciones en la categoría fixing.

Este modelo se basa en la fijación de precios únicos mediante dos subastas diarias, y que cuentan con **rangos estáticos**, siendo estos la máxima diferencia posible entre subastas, tanto positiva como negativa.

De tal forma que si la cotización de la acción está a 1 euro, pese a que se introduzcan muchas órdenes en el mercado aumentado su demanda, el precio máximo al que puede se puede vender esa acción en la próxima subasta es de 1.05 euros.

Pese a la existencia de este mecanismo, el cual puede ser utilizado como defensa tal y como se aprecia en la Sentencia de la Audiencia Nacional nº 1098/2014 de 17 de abril³⁶, aunque la subida este limitada al 5% aunque se introduzcan muchas ordenes, el simple hecho de impedir la tendencia bajista o incluso aumentar una tendencia alcista que no se hubiera generado por terceros independientes es suficiente motivo para que la conducta sea sancionada.

³⁵ https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QueEs.aspx

³⁶ Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={dc731228-b953-47d6-8f2a-54897a390859}>

3.6 ¿ES MUY RELEVANTE EL INFORME DEL MAB? ¿QUÉ DIFERENCIAS HAY ENTRE EL INFORME DEL MAB Y EL DE LA UVM DE LA CNMV?

El MAB estará dirigido y gestionado por Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación, S.A., (en adelante, BMESN), a través de su Consejo de Administración.

El MAB como SMN tiene su propio reglamento, este reglamento regula la composición, funcionamiento, operaciones y reglas de actuación del sistema multilateral de negociación, de acuerdo con lo previsto en el Título X del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, en adelante también referida como “Ley del Mercado de Valores” y sus disposiciones de desarrollo.

Por tanto, el MAB tiene como función supervisar las empresas que participan en su propio mercado, incluyendo la realización de un informe del Comité de Supervisión del Mercado Alternativo Bursátil.

Sin embargo, a la hora de realizar las tareas de supervisión, no tiene por qué tener en cuenta los mismos aspectos que la UVM de la CNMV, así se aprecia en la SAN de 17 de abril de 2017 recurso nº 1098/2014, mientras que el MAB sólo tiene en cuenta las órdenes dada por la intermediaria en concepto de ejecución de órdenes, llegando a la conclusión de que no se trata de una acción constitutiva de abuso de mercado por qué se encuentra amparada en una causa justificada de ejecución de un contrato de préstamo (desconociendo los términos del mismo y en concreto el plazo que se ha dado para su cumplimiento, no valorando el hecho de que no era conocido por el mercado), y la subida de la cotización también perjudicaría los intereses de su cliente, la CNMV hace un análisis más amplio, analizando las compras realizadas por la empresa propietaria, analizando conversaciones telefónicas mantenidas entre clientes e intermediarios donde se muestra la intención de subir la cotización (el MAB no tiene acceso a dichas conversaciones), y analizando un periodo temporal más amplio.

Por tanto, apreciamos que aunque sea obligatorio un informe del MAB en función de sus tareas de supervisión y pese a que es en principio muy relevante ya que es un juicio emitido por un órgano técnico e imparcial, el MAB depende de la CNMV y por tanto, esta no está vinculada por las conclusiones alcanzadas por el MAB.

Se podría llegar a pensar que como el informe del MAB no es vinculante no tiene obligación de formularlo, pero en caso de la CNMV considere que no ha empleado la suficiente diligencia podría sancionar al MAB por incumplimiento de deberes de supervisión.

Por último, también podemos hacer mención a cuál es el valor que tiene los informes periciales que pueden aportar las propias sociedades sobre si se ha producido manipulación de mercado o no.

Pongamos el ejemplo de que la sociedad pide a un perito un informe, a dicho informe no se le da traslado a la UVM de la CNMV para que pueda comparar con su propio informe para que pueda ratificar o contraponer los hechos.

¿Sería suficiente para cuestionar la culpabilidad de la presunta infractora?

En nuestra opinión no, primero porque como se puede ver en la Sentencia de la Audiencia Nacional de 10 de mayo de 2018³⁷, aunque no se de traslado del informe a la UVM de la CNMV en la propia sentencia se explica el por qué los argumentos aportados en dicho informe no son válidos, con lo que estaría suficientemente motivado el hecho de que el tribunal no esté de acuerdo con la opinión del informe pericial presentado como prueba.

El informe pericial es objeto de análisis y valoración por parte de los instructores, de manera suficiente y con exposición de los argumentos convenientes, respecto de las cuestiones controvertidas que se plantean.

Por tanto, las consideraciones efectuadas en la fase de instrucción son capaces de refutar de manera motivada los argumentos expuestos en dicho informe pericial, sin que se pueda reprochar en modo alguno la valoración de la prueba realizada, sobre la base tanto de los hechos como de los argumentos jurídicos recabados hasta el momento de formulación de la Propuesta de Resolución.

Y así se establece en la sentencia cuando se indica que:

*“Los derechos indicados, han sido plenamente respetados en el procedimiento seguido, realizándose de manera motivada la valoración de las alegaciones presentadas y del informe pericial presentado. Otra cosa es que dicha interpretación no satisfaga los intereses de las expedientadas ni consiga el efecto por ellas deseado, pero ello forma parte de la apreciación de los elementos probatorios aportados, **sin que constituya ninguna rebaja o limitación del ejercicio del derecho de defensa que, ha de insistirse, se ha atendido cumplidamente.**”* (Sentencia de la Audiencia Nacional nº 889/2016 de 10 de mayo de 2018).

³⁷ Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={c86944dc-6e09-44cc-aeb9-4aaa14fefe59}>

Segundo, porque:

*“se ha de partir del limitado alcance y eficacia que se ha de conceder a este informe aportado, toda vez que al ser un documento encargado por la entidad expedientada **no goza de la absoluta imparcialidad e independencia** que han de tener los medios probatorios con los que se han de fijar los hechos en el procedimiento sancionador, porque tales dictámenes de encargo llegan de ordinario a conclusiones favorables a los intereses de quien los encomienda.”*(Sentencia de la Audiencia Nacional nº 889/2016 de 10 de mayo de 2018).

Es decir, como resulta lógico, un informe pericial encargado por una empresa privada a otra, nunca puede tener el mismo valor probatorio que un informe que haga una un organismo que depende del Estado, ya que al no estar contratado, no se van a producir nunca conflicto de intereses y siempre se realizará de la forma más objetiva posible.

3.7 ¿SE PUEDEN COMPRAR ACCIONES PROPIAS EN FUNCIÓN DE UN CONTRATO DE PRÉSTAMO?

ANÁLISIS SOBRE SÍ SE PUEDEN COMPRAR ACCIONES PROPIAS EN FUNCIÓN DE UN CONTRATO DE PRÉSTAMO, Y SOBRE LA FUNCIÓN Y RESPONSABILIDAD DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.

El artículo 1740 del Código Civil define el contrato de préstamo como *“en el contrato de préstamo, una de las partes entrega a la otra, o alguna cosa no fungible para que use de ella por cierto tiempo y se la devuelva, en cuyo caso se llama comodato, o dinero u otra cosa fungible, con condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad, en cuyo caso conserva simplemente el nombre de préstamo.”*

En nuestro caso, vemos como en un periodo se realizan compras en régimen de autocartera en función de un contrato de préstamo.

En este caso en virtud del contrato préstamo adquiriría las acciones, es un práctica legalmente aceptable siempre y cuando respeten las condiciones generales de la autocartera

“la adquisición de acciones propias debía hacerse en volúmenes razonables y respetando la tendencia del mercado en cuanto a precios y con absoluta transparencia de las operaciones que en él se realicen al objeto de proteger al inversor”.(Sentencia de la Audiencia Nacional nº 1098/2014 de 2017).

Como vemos existe un tercero intermediario, al estar sujeto a un contrato de préstamo, cumple con las órdenes de la propietaria por lo que la infracción a cometer no sería la consistente en los supuestos del 99 i) o 100 w) de la ya derogada ley de la LMV, sino del artículo 100 x bis de la misma ley y actual artículo 295.14 del TRLMV el cual establece que se considerará infracción grave el incumplimiento de la obligación de comunicación a la CNMV de órdenes u operaciones **sospechosas** de constituir abuso de mercado.

Pero como observamos con el análisis de las sentencias, más concretamente en la Sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de noviembre de 2016, recurso 530/2013³⁸, los intermediarios en lo relativo a su función de comunicación a la CNMV no sólo pueden infringir el precepto mencionado anteriormente, también pueden cometer infracciones por la vulneración del antiguo artículo 100 t) de la antigua Ley del Mercado de Valores, actualmente el artículo 296 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, en el cual lo que sanciona es la inobservancia ocasional o aislada por quienes presten servicios de inversión.

Estos artículos están relacionados con el artículo 83. Quater de la antigua Ley del Mercado de Valores, actualmente es el artículo 232 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores que establece que *“Las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán avisar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con la mayor celeridad posible, cuando consideren que **existen indicios razonables para sospechar** que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios”*.

El adjetivo sospechosa, en este contexto indica que no se exige que el intermediario tenga certeza de que se ha cometido una posible infracción sino solo una sospecha, siendo suficiente que aprecie la prueba de indicios sin ser necesaria una prueba concluyente.

Aunque no se exige una obligación de resultado, y se faculta a los intermediarios para evaluar las circunstancias concurrentes para determinar la existencia de una sospecha sobre la existencia o no de un abuso de mercado. En estos casos, la sospecha no tiene una apreciación subjetiva como puede tener en otro contexto, como hemos visto, la autocartera tiene unos parámetros e indicadores señalados en la normativa y en el documento CERS/04/505B³⁹ que condicionan y limitan esa apreciación, en el caso de que superen estos parámetros sería suficiente motivo para comunicar a la CNMV.

³⁸ Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={dc731228-b953-47d6-8f2a-54897a390859}>

³⁹ <http://www.cnmv.es/cnmvdia/debetes/bcos.pdf>

El objetivo de que se exijan sólo sospechas es el de facilitar a la CNMV la supervisión de las operaciones del mercado al objeto de garantizar su integridad y transparencia para lo cual se requiere la colaboración de las entidades financieras que han intervenido en ellas.

Podemos concluir que el fin de esta norma no es más que el de ayudar a la CNMV a la correcta supervisión de los mercados, para que la integridad y transparencia de este no se vean afectados y pueda tener un funcionamiento correcto. Es por ello ciertos argumentos de los recurrentes no son válidos, por no ajustarse al bien jurídico que la norma pretende proteger como pueden ser:

- Que la entidad intermediaria no ha obtenido ganancias como consecuencia de los actos sancionados.
- Que en el caso de que la entidad sea una sociedad cotizada y la CNMV tenga también información excluye el deber de comunicar a la CNMV por que estaría comunicando información que ya posee esta.
- Que la actuación de la intermediaria no produce perjuicio alguno al sistema financiero.
- O que el colaborar con la CNMV una vez que ya ha empezado la investigación le excluye de la responsabilidad de comunicar previamente.
-

3.8 ¿RESULTA PROPORCIONAL LA SANCIÓN APLICABLE?

EL principio de proporcionalidad resulta un principio típico en las alegaciones de los sancionados, al que acuden de manera subsidiaria para conseguir una reducción de la sanción impuesta, en el caso de que los tribunales de justicia determinen que concurre infracción.

Lo primero que debemos observar es que tipo de sanciones se le imponen a estas entidades, como se trata de infracciones **graves o muy graves** como ya hemos visto, estas sanciones se encuentran tipificadas en los artículos 102 y 103 de la antigua Ley del Mercado de valores y actuales artículos 302 para infracciones muy graves y 303 para infracciones graves, ambos del texto refundido de la ley del Mercado de Valores.

Pese a que puedan concurrir circunstancias atenuantes, la vulneración de dichos preceptos nunca podrán determinar sanciones consideradas como leves como

pretende la parte recurrente en la SAN 27 de junio de 2019⁴⁰, al considerar que como como no concurren circunstancias agravantes, y al no existir antecedentes la infracción no puede ser considerada como grave.

Sin embargo, en cuanto a la calificación del incumplimiento como infracción leve la Comisión Nacional del Mercado de Valores analiza la concurrencia del elemento objetivo y subjetivo del tipo infractor grave. Ya que el principio de proporcionalidad tiene incidencia en la graduación de la sanción conforme a los criterios de los que comentaremos a continuación en los que destacan por encima del resto la naturaleza y entidad de la infracción.

Si vemos estos artículos observamos que son muy amplios, sin embargo, en estos supuestos los jueces siempre están aplicando el 1.a) del respectivo artículo *“multa por importe de **hasta** la mayor de las siguientes cifras:”*

- En el caso de los supuestos graves *“El doble del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción”*.
- En el caso de los supuestos muy graves *“El quíntuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en los que consista la infracción”*.

Basándose en que el resto de sanciones están previstas para infracciones o infractores de otra naturaleza, los cuales no se suelen apreciar en los supuestos de autocartera.

Como vemos, en los preceptos se establece la palabra “hasta” indicando que se trata del máximo importe, por tanto, para atender a la cantidad total habrá que estar a cada **caso concreto** y analizar los **criterios determinantes de las sanciones** los cuales se encuentran recogidos en el artículo 29.3 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre:

“1.El grado de culpabilidad o la existencia de intencionalidad.

2.La continuidad o persistencia en la conducta infractora.

3. La naturaleza de los perjuicios causados.

*4.La **reincidencia**, por comisión en el término de **un año** de más de una infracción de la **misma naturaleza** cuando así haya sido declarado por resolución firme en vía administrativa.” (LJP 2015. Artículo 29.3)*

⁴⁰ Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={d045ddb5-7279-471b-9f50-90046ff866c9}>

Asimismo también hay que tener en cuenta los establecidos en el artículo 310 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores.

En lo referente a “caso concreto”, efectivamente hay que analizar siempre la sanción por separado, analizando toda las circunstancias que concurren, las entidades suelen comparar sus sanciones con las sanciones a otras entidades por la misma fracción siempre y cuando se vean con posibilidad de reducirla, así se puede apreciar en la SAN 17 de abril de 2017⁴¹, en la que la parte recurrente alega vulneración del principio de proporcionalidad al entender que su sanción es proporcionalmente más elevada que la de “Reyal Urbis” comparando las capitalizaciones bursátiles y fondos propios de las empresas que actúan de intermediadoras y de las propietarias de las acciones.

La respuesta es que no se puede apreciar la vulneración del principio de proporcionalidad, tomando sólo en consideración los fondos propios y la capitalización bursátil de la sociedad cotizada, ya que hay que tener en cuenta los criterios de graduación de las sanciones que en cada resolución se han aplicado y la entidad de las conductas realizadas.

Es decir, antes de ver si se cumple o no el principio de proporcionalidad hay que ver todas las circunstancias que rodean al caso concreto e ir viendo criterio por criterio su graduación para posteriormente ver que sanción se aplica, por tanto, resulta muy complicado comparar sanciones de supuestos diferentes porque cada uno tendrá sus particularidades.

Podemos observar que está norma, en su punto d) establece el término “**más de una infracción de la misma naturaleza**”.

En nuestra opinión, la redacción de este precepto no es clara ni acertada, porque puede dar la apariencia de que se necesitan dos sanciones firmes para poder apreciar esta circunstancia, tal y como pretende la parte recurrente de la SAN 11 de noviembre de 2019⁴², al intentar que no se aplique este precepto pues ellos con anterioridad tenían solo una resolución firme por vía administrativa.

En cuanto al segundo término, hay que indicar que los hechos deben referirse a hechos que ya hubieran sido sancionados en otro procedimiento resuelto con anterioridad a la comisión de la nueva falta. Y que dichos hechos deben vulnerar las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores en este caso.

⁴¹ Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={d045ddb5-7279-471b-9f50-90046ff866c9}>

⁴² Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={c86944dc-6e09-44cc-aeb9-4aaa14fefe59}>

Esto nos permite entender que no es necesario vulnerar exactamente el mismo precepto para ser reincidente, por ejemplo, si cometes una infracción por vulnerar la libre formación de los precios alterando significativamente la cotización y posteriormente sin alterarla, se consideraría como reincidente.

En el caso de que solamente concurren circunstancias atenuantes y no agravantes la multa se podrá imponer en su tercio inferior, sin que llegue al mínimo absoluto, eso se debe a que el fin de la multa es que cumpla con su finalidad de retribución de la conducta infractora y sea disuasoria para incumplimientos futuros, así se aprecia en la SAN 11 de junio de 2012⁴³.

Recordemos que la LRJSP en su artículo 29 referido al principio de proporcionalidad establece que *“El establecimiento de sanciones pecuniarias deberá prever que la comisión de las infracciones tipificadas no resulte más beneficioso para el infractor que el cumplimiento de las normas infringidas.”*

Principio que resulta lógico, ya que si no saldría más barato para las entidades infringir la ley que ser legales, entorpeciendo el funcionamiento de los mercados y quedando las normas relegadas a un segundo plano, pues nadie se preocuparía de cumplirlas.

3.9 ¿SE PUEDE DECLARAR LA NULIDAD PORQUE EN LA PROPUESTA DE RESOLUCIÓN SE MODIFICA LOS HECHOS IMPUTADOS Y LA CALIFICACIÓN JURÍDICA DE LOS MISMOS FIJADOS EN EL PLIEGO DE CARGOS?

El derecho a la **defensa** en el procedimiento sancionador es el derecho a utilizar los medios de prueba pertinentes para la defensa, es decir, implica el derecho a proponer los medios de prueba autorizados por el ordenamiento. La exigencia de que el implicado disfrute de una posibilidad de defensa previo a la toma de decisión y, por ende, que la Administración siga un procedimiento en el que el expedientado tenga la oportunidad de aportar y proponer las pruebas que estime pertinentes y alegar lo que a su derecho convenga.

El hecho de que en la propuesta de resolución se modifiquen **los hechos imputados** y la **calificación jurídica** de los mismos también es un argumento que puede ofrecer el reclamante alegando que se ha producido una vulneración en el derecho de defensa en el procedimiento sancionador.

⁴³ <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={3658a728-8977-480a-9f1e-fd30683748c1}>

Pongamos el ejemplo de que una empresa que presta servicios de inversión compra acciones en régimen de auto cartera para otra sociedad.

Puede ocurrir que tanto en el acuerdo de incoación del expediente sancionador del Comité ejecutivo de la CNMV como en el pliego de cargos, se impute inicialmente, una infracción tipificada como grave por la no comunicación de operaciones sospechosas de abuso de mercado, este sería el caso de que la empresa se limita a la *“recepción de ordenes sobre valores de un cliente y su ejecución en los estrictos y específicos términos por este fijado, por lo que vendría obligado a comunicar en su caso a la CNMV que las operaciones del cliente son sospechosas de constituir manipulación de mercado.”*(Sentencia de la Audiencia Nacional, nº266/2012 27 de enero de 2014)

Pero como la instrucción del procedimiento no termina con el pliego de cargos sino con la propuesta de resolución puede suponer que se cambie la calificación jurídica de dichos hechos, como por ejemplo, puede ser el caso de que en el supuesto de solo recibir y ejecutar órdenes lo que haga en realidad sea un conducta activa tomando decisiones sobre el volumen o el precio.

En este supuesto ya dejaría de ser una infracción tipificada en el 295 del TRLMV para ser una infracción tipificada en el artículo 282 de la misma ley en el supuesto de que produzca una alteración significativa de la cotización.

Así se estipula en el artículo 90.2 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas *“En la resolución **no se podrán aceptar hechos distintos de los determinados en el curso del procedimiento**, con independencia de su diferente valoración jurídica. No obstante, cuando el órgano competente para resolver considere que la infracción o la sanción revisten mayor gravedad que la determinada en la propuesta de resolución, se notificará al inculpado para que aporte cuantas alegaciones estime convenientes en el **plazo de quince días.**”*

Es decir, si de los mismos hechos se extrae que la calificación jurídica es mayor, bastaría con ofrecer al presunto culpable un plazo de quince días para que presente alegaciones.

Mayor problema causaría el hecho de que se haya llegado a la conclusión de que se trata de una infracción muy grave en este supuesto porque hayan analizado hechos distintos a los establecidos en el pliego de cargos, ya que se trataría de un supuesto de indefensión siendo motivo de ¿nulidad?.

Por consiguiente, concluimos que hay que estar a cada supuesto de hecho y podemos extraer dos hipótesis.

La primera hipótesis es según la cual los hechos que sirven de base para realizar el cambio de calificación jurídica se recogen en el pliego de cargos. Así se puede apreciar en la sentencia de la Audiencia Nacional de 27 de enero de 2014, que aunque los hechos sean los mismo se añaden los informes emitidos por la UVM de la CNMV y las inspecciones realizadas a ambas entidades, el intermediario y la que posee las acciones propias, y se llega a la conclusión de que el intermediario recibe órdenes en las que se le indica un volumen y un precio máximo siendo esta quien decida el volumen y precio exacto dentro de los límites marcados.

Es decir, se aprecia que los hechos son los mismos pero que se han añadido pruebas que ayudan a determinar que pasó exactamente por lo que el cambio de calificación es aceptado siempre y cuando se ofrezca el plazo antes mencionado de 15 días.

En la segunda hipótesis es la cual los hechos por los que se sanciona son diferentes a los que aparecen en la propuesta.

Pongamos un ejemplo parecido al anterior, la empresa intermediaria se limita exclusivamente a la recepción y ejecución de órdenes, se incoa procedimiento sancionador, poco antes de la propuesta de resolución se aprecia que últimamente la empresa intermediaria ha participado activamente decidiendo sobre volumen y precio.

En este caso los hechos por los que se abre el procedimiento sancionador es por incumplir su deber de no comunicar porque inicialmente se dedicaba a la mera recepción y ejecución de órdenes, por lo que si se aprovecha este procedimiento para agravar la calificación jurídica porque concurren otros hechos, se estaría produciendo indefensión al acusado.

3.10 ¿SOBRE QUIÉN RECAE LA RESPONSABILIDAD? ES SOLO CONTRA LA EMPRESA? O TAMBIÉN PUEDE SER CONTRA MIEMBROS DEL CONSEJO? ¿VULNERA EL PRINCIPIO NON BIS IN ÍDEM?

Tal y como dice en el año 2015 PALOMAR⁴⁴, magistrado de lo contencioso administrativo *“La responsabilidad en el procedimiento sancionador implica que sólo pueden ser sancionadas por hechos constitutivos de infracción administrativa las personas físicas y jurídicas que resulten responsables de los mismos aun a título de simple inobservancia.”*

⁴⁴ Palomar, *Responsabilidad en el procedimiento sancionador*, Disponible en <https://practico-administrativo.es/vid/responsabilidad-procedimiento-sancionador-427620066> visto en diciembre 2019

Es decir cabe responsabilidad por conductas pasivas también, como puede ser el hecho de no comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores conductas sospechosas que puedan constituir abuso de mercado.

*“Sólo podrán ser sancionadas por hechos constitutivos de infracción administrativa **las personas físicas y jurídicas**, así como, cuando una Ley les reconozca capacidad de obrar, los grupos de afectados, las uniones y entidades sin personalidad jurídica y los patrimonios independientes o autónomos, que resulten responsables de los mismos a título de dolo o culpa.”(LRJSP. 2015. Artículo 28)*

Es decir, la ley habilita a que la responsabilidad recaiga tanto en las personas físicas como también en las jurídicas cuando concurra una actitud culposa o dolosa.

Si observamos cualquier sentencia relacionada con las operaciones de autocartera, vemos rápidamente que siempre se sanciona a una persona jurídica, por ser sus propias acciones o por actuar como intermediaria.

Por ello, vamos a analizar si también resulta posible sancionar a las personas físicas que sean responsables y si ello no vulnera ningún principio.

Y es que para ello debemos de tener en cuenta el principio de **non bis in ídem**.

El principio non bis in ídem viene regulado en el artículo 31 LRJSP, en el que se establece que “No podrán sancionarse los hechos que lo hayan sido penal o administrativamente, en los casos en los que se aprecie identidad del **sujeto, hecho o fundamento**.”

Es importante saber que el orden jurisdiccional penal tiene preferencia ante el administrativo, en caso de que se inicie un proceso penal deberá suspenderse el administrativo, una vez que se recaiga sentencia firme puede reabrirse el procedimiento penal, sin embargo, quedara vinculado a los hechos probados en la sentencia.

El principio non bis in ídem no está recogido implícitamente en nuestra Constitución, sin embargo, la doctrina ha entendido que no se puede dar una duplicidad de sanciones cuando concurra la triple identidad, ya que, sería contraria al artículo 25 CE de legalidad.

Por tanto, hay que analizar cada supuesto por separado, y en el caso de que concurra al menos una identidad de sujeto, hecho o fundamento se estaría vulnerando el principio non bis in ídem.

En nuestro supuesto se impone una sanción por infracción muy grave a la persona jurídica por vulneración del artículo 282.16 TRLVM por ser constitutiva de una manipulación de mercado y a la persona física, una sanción por infracción muy grave por vulnerar el artículo 283.3:

“La falta de procedimientos, políticas o medidas a las que se refiere el artículo 193; el incumplimiento, no meramente ocasional o aislado, de las obligaciones de gobierno corporativo y requisitos de organización previstos en dicho artículo 185 r o de las obligaciones en materia de remuneraciones derivadas del artículo 188; y la no realización de plan general de viabilidad previsto en el artículo 193.2.f. (TRLMV 2015. Artículo 283.3)

El motivo que planteamos es que se delegó la operativa de autocartera en el Consejo de Administración, este consejo delega por mandato verbal la gestión de liquidez a una intermediaria y esta intermediaria actúa directamente por vía de su subdirector general el cual depende directamente del presidente.

Apreciamos que no concurre la triple identidad, primero, los hechos son diferentes, en el caso de la persona física el hecho es una manipulación de mercado, mientras que en el de la persona física el hecho es el incumplimiento de las medidas de organización interna y de las exigencias prudenciales debida.

Continuadamente se observa que el fundamento tampoco es el mismo pues recaen sobre artículos diferentes.

Por último, los sujetos no son los mismos puesto que uno se trata de una persona física y el otro de una jurídica.

Concluimos que no se da ningún elemento de la triple identidad y que por tanto no se vulnera el principio non bis in ídem.

Se podría dar el caso hipotético de que el hecho fuese el mismo, manipulación de mercado a través de autocartera y se sancione a la persona física responsable, en este caso el presidente por no comunicar a la CNMV y a la persona física por la compra de las acciones.

Otro caso hipotético es en el que concurre el mismo fundamento, es decir, sancionar en base al mismo artículo, en este caso el 99.i) a ambas personas por constituir manipulación de mercado.

El último supuesto hipotético es el de que exista identidad de sujetos, imaginémosnos que la sociedad intermediaria es una sociedad filial y se sanciona tanto

a la filial como ser autora directa como a la sociedad matriz por ser responsable de esta.

En estos tres supuestos hipotéticos sí que se aprecia una identidad de sujeto hecho y fundamento, vulnerando el principio non bis in ídem y no pudiendo sancionarse doblemente.

3.11 ¿EL HECHO DE QUE LAS INFRACCIONES SE PRODUZCAN EN EL ÁMBITO DE UNA RELACIÓN DE SUJECCIÓN ESPECIAL PUEDE AFECTAR A LA EXIGENCIA DE PREDETERMINACIÓN DE LOS TIPOS SANCIONADORES?

El profesor y magistrado JOAQUÍN BRAGE, en el año 2019 define las relaciones de sujeción especial como con el concepto que:

“alude a aquellos supuestos en los que la relación de sometimiento o sujeción del ciudadano respecto de la Administración tiene una especial intensidad (funcionarios, presos, militares, etc), y el interés fundamental de tal categoría estribaría en que a su través se podría justificar una rebaja en las garantías jurídicas para ese ciudadano)”⁴⁵

En el caso que nos incumbe se referiría a aquellas empresas que por prestar servicios de inversión se les presupone un máximo conocimiento de la normativa aplicable a dicho sector, por tanto, sus alegaciones sobre oscuridad o desconocimiento de una norma requieren de mayor justificación de la que se le puede exigir a un consumidor medio.

Como hemos podido ver anteriormente, desde el año 2015 se produce una cascada regulatoria que afecta al mercado de valores con una mayor protección al inversor como resultado de mayores requisitos y procedimiento a las empresas que prestan estos servicios.

Como consecuencia de dicha cascada regulatoria, se podría analizar el supuesto de que las empresas desconozcan la ley o lo que puede resultar más probable, que no conozcan cómo se aplica la ley en un supuesto práctico, por no estar lo suficientemente detallada dando lugar a ambigüedades.

Esto es lo que se conoce como el error de prohibición el cual, implica que cuando se realiza una interpretación razonable de las normas que se han incumplido, no puede sancionarse la conducta, por existir una causa de justificación eximente de

⁴⁵ Brage Limitaciones específicas a los derechos fundamentales en las relaciones de especial sujeción.

responsabilidad. Se exige que la norma que se interpreta contenga cláusulas oscuras, ambiguas y que permitan diversas interpretaciones.

Así se puede apreciar en la sentencia de la Audiencia Nacional de 10 de mayo de 2018⁴⁶, en el que el recurrente afirma que existe una duda razonable sobre la oscuridad de la norma.

En nuestra opinión, es una alegación que nunca va a prosperar en estos asuntos. Ya que para que sea una causa de justificación excluyente de responsabilidad se tiene que dar un error invencible, es decir, que utilizando la mayor diligencia no hubiera sido suficiente para evitar el error. Y no se da por dos razones:

Primero, quien actúa como intermediario en las operaciones de autocartera son Sociedades de valores, el artículo 138 del Real Decreto Legislativo 4/2015, considera tales aquellas empresas cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter **profesional**, a terceros sobre los instrumentos financieros.

Como su actividad consiste en operar de carácter profesional con instrumentos financieros deben tener un conocimiento y diligencia máximos en este tipo de asuntos, y en el caso de que pueda surgir alguna duda la CNMV dispone de canales de comunicación para resolverlas, además en su página web podemos encontrar preguntas y respuestas frecuentes acerca de aquellos temas que pueden suscitar más dudas, tanto al inversor como a los agentes de mercado, con el fin de que toda la normativa quede lo más clara posible y evitar estos problemas.

Segundo, si bien es cierto que la normativa ha variado en estos últimos años, poniendo cada vez más requisitos para asegurar de este modo una mayor protección al inversor lo que amplía la diligencia que se debe apreciar en los operadores de mercado, la esencia de las operaciones de autocartera no ha variado.

La normativa va cambiando y adaptándose a la actualidad con el fin de crear un mercado mejor, de hecho la CNMV realiza consultas públicas cada dos años en las que participan los agentes que intervienen en el mercado para realizar las adaptaciones necesarias.

Eso puede generar que aumentan o disminuyan límites de volumen, se creen, eliminen o modifiquen los llamados puertos seguros etc ... pero si el objetivo perseguido con las operaciones de autocartera es el de proveer de liquidez a un valor que no lo tiene, para crear una apariencia engañosa y así aumentar su valor, tal y como sucede en la sentencia, siempre será considerado una manipulación de mercado.

⁴⁶Disponible en: <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={f1fb393d-09db-499d-ad91-0ecf5b5f3341}>

Ya que como resulta lógico en fin de la norma no cambia, su objetivo es crear un mercado íntegro y transparente, con lo cual, nunca se podrá hacer creer al inversor que un instrumento financiero posee unas características mejor para la inversión de lo que realmente son.

Se podría dar la hipótesis de que por ejemplo una sociedad que opere con autocartera dentro de los límites, por ejemplo, debido a un cambio de normativa a la hora de incluir ciertas operaciones para calcular los volúmenes cambie, y sean poco claros, y a consecuencia de ello vulnere la normativa.

En esos casos si se podría alegar un posible vulneración de la norma basándose por ejemplo en que no se han respetado los límites porque la norma no resulta del todo clara, que siempre han respetado la norma cuando los límites estaban claros y que por tanto si se da un error de prohibición que excluye la tipicidad.

Pero como hemos mencionado anteriormente, nunca se podría apreciar este error de prohibición cuando vulnere la esencia de la norma.

3.12 ¿SANCIONAR EN BASE A UN CRITERIO DE LA CNMV ES VULNERAR EL PRINCIPIO DE LEGALIDAD?

El principio de legalidad viene regulado en Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, concretamente en su artículo 25, donde se establece que:

*“1. La potestad sancionadora de las Administraciones Públicas se ejercerá cuando haya sido expresamente reconocida por una **norma con rango de Ley**, con aplicación del procedimiento previsto para su ejercicio y de acuerdo con lo establecido en esta Ley y en la Ley de Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas y, cuando se trate de Entidades Locales, de conformidad con lo dispuesto en el Título XI de la Ley 7/1985, de 2 de abril.”*

*“2. El ejercicio de la potestad sancionadora corresponde a los órganos administrativos que la tengan expresamente atribuida, **por disposición de rango legal o reglamentario.**”(LJRSP 2015, artículo 25)*

Se encuentra vinculado al principio de reserva de ley en el cual en el artículo 27. 3 de la misma ley se establece que “

“3. Las disposiciones reglamentarias de desarrollo podrán introducir especificaciones o graduaciones al cuadro de las infracciones o sanciones establecidas legalmente que, sin constituir nuevas infracciones o sanciones, ni alterar la naturaleza o límites de las que la Ley contempla, contribuyan a la más

correcta identificación de las conductas o a la más precisa determinación de las sanciones correspondientes.”

Es decir, para que una acción sea constitutiva de infracción y sea sancionable, necesita que se encuentre regulada en una norma con rango de ley, no siendo posible que normas con menos rango habiliten infracciones o sanciones. (LJRS 2015, artículo 27.3)

Vista la parte teórica observaremos si se infringe el principio de legalidad el sancionar por manipulación de mercado si no se cumplen los criterios establecidos en la circular 1/2017, de 2 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez.

Lo primero que hay que dejar claro es que nunca se califica una acción de operativa de autocartera como manipulativa de mercado por infringir un criterio recomendado por la CNMV en una Circular, en este caso por no firmar un contrato de liquidez.

Lo que se califica como infracción siempre es el incumplir una obligación contemplada en una norma con rango de ley, como las comprendidas en los artículos 231 y 232 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Es decir, se podrá sancionar por realizar conductas que falseen la libre formación de precios o por no comunicar a la CNMV operaciones sospechosas de manipulación de mercado. Conductas que como ya sabemos están tipificadas en el TRLMV.

Lo que hace la Circular no es establecer infracciones, sino un puerto seguro, los contratos de liquidez, y toda operativa que este dentro de estos supuestos no se considerara manipulativa de mercado por ser prácticas de mercado aceptadas al tener una finalidad lícita o legítima.

“Por tanto es la ley la que define la manipulación de mercado admitiendo como excepción la no prohibición de una conducta potencialmente constitutiva de manipulación de mercado cuando la operación sea una práctica de mercado aceptada y la CNMV la que está legitimada para aprobar y publicar una Circular de prácticas de mercado aceptadas.

Por tanto, esa Circular no contiene una recomendación, sino que establece, en virtud de la habilitación reglamentaria los elementos para considerar operaciones que en principio podrían ser clasificadas como de manipulación de mercado y por tanto prohibidas, como práctica de mercado aceptada que determina que no se aplique la prohibición y la operación se considere exenta.”
(Sentencia Audiencia Nacional nº1157/2018 de 11 de septiembre de 2019)

En el caso de no estar dentro de un contrato de liquidez, no significa que la operativa sea inmediatamente constitutiva de infracción, hay que estudiar cada caso por separado.

En la hipótesis de que la Circular en vez de ofrecer un puerto seguro, y por tanto, una excepción una conducta potencialmente constitutiva de manipulación de mercado, lo que definiese fuesen actividades que constituyesen infracción se podría vulnerar el principio de legalidad.

Si lo que hace la circular es crear nuevas conductas que no se han definido en la ley si se vulneraría.

Imaginemos el caso de que en una circular se establece el supuesto de que las empresas con más de un millón de acciones no pueden realizar operaciones de autocartera por entender que al existir tanta cantidad de acciones en el mercado la operativa de autocartera carece de sentido.

Si se acude a la Ley se observa que no se encuentra nada parecido a la conducta descrita, lo que estaría haciendo es crear ex novo una nueva, excediéndose la circular de sus facultades.

En el caso de que no creara nuevas conductas, sino que se dedicase a completarlas y desarrollarlas de tal forma que, sirva para que quede más clara y precisa, sin cambiar su naturaleza no se vería vulnerado el principio de legalidad.

Pensemos en el artículo 232 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, donde se establece la obligación de comunicar operaciones sospechosas. Se podría dar el supuesto de que en una norma con rango inferior a la ley se establezca el mecanismo de cómo comunicarlo, de tal forma que complete a lo ya establecido en la ley, en dicho caso, la naturaleza de la infracción, comunicación de actividades sospechosas, no varía, simplemente se desarrolla su contenido.

CAPÍTULO 4- CONCLUSIONES FINALES.

- I. Desde un punto de vista societario la autocartera presenta riesgos, por un lado económico ya que disminuye la solvencia de la empresa al destinar capital propio a la compra de acciones, las cuales en propiedad de la sociedad carecen de valor patrimonial efectivo, y desde el punto de vista organizativo puede perjudicar los derechos de los accionistas, especialmente los minoritarios, al no gozar de derecho de voto las acciones de autocartera se necesita un capital menor para tener más porcentaje de voto siendo más fácil tener el control de las decisiones sobre esta.

Sin embargo, es un instrumento necesario y por lo tanto resulta imprescindible que se dote de regulación en lugar de su prohibición, ya que resulta de un instrumento de gran utilidad a la hora de realizar disminuciones de capital o en el caso de que un socio quiera abandonar la sociedad y no encuentren compradores, permitiendo que sea la propia sociedad quien se haga cargo de estas participaciones.

- II. La operativa de autocartera es un instrumento mediante el cual se puede aumentar el precio de la cotización de una acción por la mayor demanda y además dar una sensación de liquidez que no es real, estas dos características de producto, precio y liquidez son las que atraen a los inversores, de tal forma que puede suponer un perjuicio para ellos y para el mercado.

No obstante, se trata de una operativa necesaria para mercado, al dar liquidez a un producto durante un periodo continuado en el tiempo hace que el precio no se desplome circunstancia que en caso de repetirse en muchas sociedades cotizadas podría dar lugar a una crisis bursátil, es por ello, que la autocartera necesita de una regulación para marcar ciertos límites, en lugar de su prohibición.

- III. En los últimos años se ha producido una cascada regulatoria que ha afectado al mercado de valores en general y en gran medida al tema de abuso de mercado. La entrada en vigor del Texto refundido del Mercado de Valores y sus posteriores modificaciones que han ido transponiendo paulatinamente la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros, así como los Reglamentos de directa aplicación como el MAR y el DAM, que han sustituido a la Ley de Mercado de Valores de 1988 que estuvo vigente durante 27 años, ofrecen mayor seguridad y protección al inversor, su objetivo es el de asegurar la integridad del mercado, por ello, se han visto incrementadas las condiciones y requisitos exigidas tanto al intermediario como al emisor.

- IV. En la actualidad, la única práctica de mercado aceptada son aquellas operaciones que se hagan en virtud de un contrato de liquidez con el objetivo de estabilizar los precios o aportar una mayor liquidez.

No obstante, hay operaciones de recompra que pueden estar dentro de puertos seguros, por consiguiente no serán contrarias a la norma, como, los programas de recompra cuando cumplan las condiciones establecidas en el MAR, cuando el objetivo de la recompra sea el de reducir capital, ejecutar deuda convertible o remunerar directivos o empleados, siempre y cuando se justifique por motivos económicos, se actúe con la transparencia necesaria y se comunique como información relevante.

Podemos apreciar que la norma concreta las operaciones de recompra que se considerarán legítimas, aquellas que cumplan con los requisitos del artículo 5 del MAR, sin importar la finalidad de aquellas operaciones, sin embargo, en los casos de los contratos de liquidez, el fin no se concreta, ya que establece que se considerará práctica de mercado aceptadas cuando concorra un fin legítimo, entrando un elemento subjetivo, y siendo posible que, aun cumpliendo todos los límites establecidos la finalidad no sea legítima y por tanto la conducta sea considerada como manipulación de mercado.

- V. Las sentencias relativas a la operativa de autocartera centran la mayor parte de su esfuerzo en justificar si concurre o no un concepto jurídico indeterminado, la alteración significativa de la cotización, pese a que es tarea del juez determinar si concurre o no dicha alteración, tiene mucho peso en la decisión la CNMV, en concreto su Unidad de Vigilancia de los Mercados, para ello utiliza una serie de criterios, los cuales no son públicos, pero del análisis de las sentencias se puede extraer que consisten en el volumen negociado, incremento de la cotización, momento en el cual se introducen las órdenes en el mercado, situación anterior ya que no es lo mismo que venga de una cotización plana o tendencia bajista a una ascendente, causas que puedan justificar un incremento de la cotización independientemente de la propia operación de autocartera y comparación con el resto de empresas del mismo sector y tamaño.
- VI. Es importante tener en cuenta el mercado en el que cotiza la sociedad, no es lo mismo que cotice en la Bolsa de Madrid que en el Mercado Alternativo Bursátil, ya que este último es menos líquido y, por tanto, hay que tener más precauciones ya que negociando con el mismo volumen en ambos mercados produce efectos más notorios en el MAB.

- VII. La Directiva sanciones aplicables al Abuso de Mercado sienta las bases para que los Estados puedan tipificar como infracciones penales ciertas conductas referentes a la manipulación de mercado, de tal forma que es normativa española quien regula las infracciones y sanciones penales en materia de abuso de mercado. Estableciendo que a través de los medios de comunicación, especialmente internet, no se podrá aportar información falsa que se utilice para incrementar la cotización, pese a que su regulación se considera de vital importancia por la necesidad de adaptar la normativa a las circunstancias temporales todavía no existen sentencias que versen sobre esta modificación de la ley.
- VIII. Resulta aconsejable para las sociedades siempre que se quieran realizar operaciones con acciones propias hacerlo bajo un contrato de liquidez, primero elimina los riesgos para el emisor, como la tarea de compraventa de acciones es propia del intermediario las posibles responsabilidades en caso de incumplir los límites marcados recaen sobre este y no sobre el emisor.

Segundo, evita en gran parte los riesgos asociados a la autocartera, cuando la gestión de la autocartera recae sobre el propio emisor este se puede ver tentado para vulnerar la ley en beneficio propio, sin embargo, el intermediario no obtiene ningún beneficio eliminando así dicho riesgo.

- IX. Pese a que los Contratos de Liquidez se encuentren regulados mediante Circulares y sean de obligada observación en virtud del artículo 271.4 del TRLMV, no se puede apreciar que se vulnera el principio de legalidad, ya que no crean nuevas infracciones, solo son prácticas de mercado aceptadas, mediante las cuales siempre y cuando se cumplan los límites establecidos la operativa de autocartera será una práctica legal, tanto la infracción como la sanción vienen estipuladas en normas con rango de ley. Del mismo modo operativas de autocartera se considerarán prácticas potencialmente constitutivas de infracción administrativa cuando se realicen fuera del contrato de liquidez, debiendo estudiar cada caso concreto.
- X. Tanto los emisores de acciones propias como los intermediarios financieros se encuentran en el ámbito de una relación de sujeción especial al ser considerados como profesionales, es por ello que se le puede exigir un mayor conocimiento de la normativa y aplicársela con mayor flexibilidad.

TABLA DE CUADROS

Cuadro nº1, <i>programa de recompra "Vocento"</i>	34
Cuadro nº2, <i>análisis detallado operativa de autocartera "Vocento"</i>	35
Cuadro nº3, <i>Comparativa LMV con TRLMV y MAR</i>	39

BIBLIOGRAFÍA

ARTÍCULOS.

Alfaro Águila-Real (2018) *Venta de la autocartera en una sociedad limitada por acuerdo adoptado en junta universal* disponible en <https://almacenederecho.org/venta-de-la-autocartera-en-una-sociedad-lmitada-por-acuerdo-adoptado-en-junta-universal/>

Bañuls. (2011) *La adquisición derivativa de acciones propias* Pamplona: Aranzadi.

Field y Pérez (2009) *El informe del grupo de alto nivel de supervisión financiera en la UE: el informe Larosiere*, disponible en <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/09/May/Fic/ief0316.pdf>

García Pedroviejo (2017) Circular 1/2017, de 26 de abril de la Comisión Nacional del Mercado de Valores *Actualidad Jurídica Uría-Menéndez* Disponible en https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5456/documento/foro_esp06.pdf?id=7135 [15 de diciembre de 2019]

Martínez Flórez (2019) *Los fundamentos de la prohibición del abuso de mercado* Madrid: Tirant lo Blanch.

Paz-Ares y Velasco Caballero (1997) *Infracciones administrativas y autocartera en la sociedad anónima* Madrid: McGrawHill.

Sáez Lacave y Gutiérrez Urtiaga (2019) *Recompras y operativa de acciones propias* Boletín Trimestral de la CNMV disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_III_2019.pdf [3 de diciembre 2019]

Uría (2006) *Curso de Derecho Mercantil I*, Pamplona: Civitas.

Zunzunegui (2005) *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid: Marcial Pons.

PÁGINAS WEB.

https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QUEEs.aspx

https://www.creaciondempresas.es/crea-tu-empresa/caracteristicas_tipos_sociedad/sociedad-anonima/de-los-negocios-sobre-las-propias-acciones-parte-ii-la-adquisicion-derivativa/

FUENTES NORMATIVAS

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 , sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado)

Reglamento (UE) Nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre abuso de mercado.

Reglamento (UE) n ° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros.

Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Circular 1/2017, de 26 de abril de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

Circular 2/2019, de 27 de noviembre de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

JURISPRUDENCIA

SENTENCIA AN 24/1/2006 (REC 447/04)

SENTENCIA AN 17/3/2006 (REC 601/04)

SENTENCIA AN 5/4/2006 (REC 567/04)

SENTENCIA AN 11-06-2012 (REC 408/2011)

SENTENCIA AN 27-01-2014 (REC 266/2012)

SENTENCIA AN 07-04-2016 (REC 1856/2013)

SENTENCIA AN 03-05-2016 (REC 2046/2013)

SENTENCIA AN 11-11-2016 (REC 530/2013)

SENTENCIA AN 17-04-2017 (REC 1098/2014)

SENTENCIA AN 27-06-2019 (REC 888/2016)

SENTENCIA AN 11-09-2019 (REC 1157/2018)

OTROS.

Criterios sobre detención y comunicación de operaciones sospechosas, CNMV, junio de 2008.

Criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores recomienda sean observados por los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúen por cuenta de los emisores de valores en su operativa discrecional de autocartera, CNMV, 18 de julio de 2013.

Consulta pública sobre el establecimiento de los contratos de liquidez como práctica de mercado aceptadas los efectos de lo previsto en el Reglamento (UE) N°596/2014.

Comunicado dirigido a los emisores de valores cotizados sobre el nuevo marco normativo europeo de abuso de mercado, CNMV, de 22 de enero de 2019.

Comunicado de la CNMV dejando sin efecto los criterios sobre operativa discrecional de autocartera CNMV, 13 de enero 2020.