

SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 27 DE JUNIO DE 2019

Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª

Recurso nº.: 888/2016
Ponente: D.ª Lucía Acín Aguado
Acto impugnado: Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 22 de septiembre de 2016 que confirma enalzada la Resolución del Consejo de la CNMV de 20 de abril de 2016
Fallo: Desestimatorio

Madrid, a veintisiete de junio de dos mil diecinueve.

Visto el recurso contencioso administrativo 888/2016 que ante esta Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional ha interpuesto **RENTA 4 BANCO, S.A.** representado por la Procuradora de los Tribunales D^a SCM contra la resolución del Subsecretario de Economía y Competitividad por delegación del Ministro de Economía y Competitividad de 22 de septiembre de 2016, por la que se desestima el recurso de alzada interpuesto por la recurrente contra la resolución del Consejo de la Comisión del Mercado de Valores de 20 de abril de 2016. La Administración demandada ha estado representada y defendida por el Sr. Abogado del Estado. La cuantía del recurso es de 75.000 euros.

ANTECEDENTES DE HECHO

ÚNICO: El 11 de noviembre de 2016 la representación procesal de la parte actora interpuso recurso contencioso-administrativo contra el acto indicado en el encabezamiento de esta sentencia ante esta Sala de lo Contencioso-administrativo de la Audiencia Nacional. Se turnó a la sección tercera donde fue admitido a trámite, reclamándose el expediente administrativo. Presentada demanda el 11 de enero de 2017 la parte solicitó se dicte sentencia que anule la resolución recurrida.

Se emplazó al Abogado del Estado, que contestó a la demanda mediante escrito de 6 de febrero de 2017. Solicitado el recibimiento a prueba y practicadas las declaradas pertinentes, una vez presentadas conclusiones quedaron las actuaciones pendientes de señalamiento para votación y fallo, lo que se efectuó para el 11 de junio de 2019, en que efectivamente tuvo lugar.

VISTOS los artículos legales citados por las partes y demás de general y pertinente aplicación, y siendo Ponente Doña Lucía Acín Aguado, Magistrada de la Sección.

FUNDAMENTOS DE DERECHO

PRIMERO: La resolución impugnada de 22 de septiembre de 2016 dictada por el Ministro de Economía y Competitividad, desestimó el recurso de alzada promovido por el ahora recurrente contra la resolución de 26 de mayo de 2015 del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en la que se acordaba imponer a RENTA 4 BANCO SA una multa de 75.000 euros por la realización de prácticas de manipulación de mercado durante los periodos comprendidos entre el 5 y el 31 de diciembre de 2013, entre el 10 de marzo y el 25 de abril de 2014, y entre el 20 de agosto y el 13 de octubre de 2014, en relación con sus propias acciones.

La resolución de la CNMV de 26 de mayo de 2015, confirmada por la anterior, analiza la operativa de RENTA 4 Banco sobre sus acciones propias, ejecutadas en el mercado de órdenes a través de RENTA 4 SV en esos periodos. Considera que ha realizado una

práctica de manipulación de mercado operativa y de volumen por la magnitud de los volúmenes de autocartera, que supuso el ejercicio de una posición dominante, así como en menor medida, la intervención en las subastas de cierre de algunas sesiones, siendo idónea para dar una imagen artificial o distorsionada de la demanda o liquidez del valor.

Se van a exponer de forma resumida en este fundamento de derecho los hechos probados, la calificación de los hechos y los sujetos responsables.

A. En cuanto a los hechos probados.

Los hechos probados especialmente relevantes se recogen en el fundamento de derecho quinto de la resolución de la CNMV y son los siguientes:

- Período entre el 5 y el 31 de diciembre de 2013: RENTA 4 BANCO compró para su autocartera 76.462 acciones, lo que representó aproximadamente el 12% de la negociación de las sesiones analizadas de diciembre de 2013. En 11 de las 17 sesiones, las compras representaron más del 25% de la negociación de cada sesión, de las cuales 9 superaron el 50% de la negociación de cada sesión, la mayoría acercándose o alcanzando el 100% de la negociación. En 11 de las 17 sesiones analizadas, las compras fueron superiores al 25% de la negociación media diaria de las 30 sesiones anteriores, superiores al 50% en 6 de esas sesiones.
- Período entre el 10 de marzo y 25 de abril de 2014: RENTA 4 BANCO compró para su autocartera 83.218 acciones, lo que representó el 56% de la negociación en marzo-abril de 2014. En 31 de las 33 sesiones las compras representaron más del 25% de la negociación de cada sesión, 22 de las cuales superaron el 50% de la negociación de cada sesión y en 9 de estos casos aproximándose o alcanzando el 100% de la negociación. En 24 sesiones de las 33 sesiones las compras fueron superiores al 25% de la negociación media diaria y superiores al 50% en 11 de esas sesiones.
- En cuanto a la operativa durante la subasta de cierre en los dos periodos indicados: Las órdenes ejecutadas se introdujeron durante la subasta de cierre y no fueron ejecuciones de órdenes residuales emitidas durante el periodo abierto de la sesión que quedaron en ese momento sin ejecutar. En las subastas en que no interviene RENTA 4 BANCO la negociación no alcanza las 500 acciones y por tanto la subasta no fija el precio de cierre. En las subastas en que interviene RENTA 4 BANCO: En el periodo del 5 al 31 de diciembre de 2013, participa en 3 subastas (10,16 y 17 de diciembre) con un volumen superior a 500 acciones y al ser el único comprador, su actuación fija el precio de cierre de la sesión. En el período de 10 de marzo al 24 de abril de 2014, interviene en 11 sesiones, en todas ellas, excepto en una de ellas (1 de abril), resulta ser el único comprador de acciones propias. En la mayor parte de las sesiones de marzo y abril en las que interviene, no se alcanzan las 500 acciones de negociación, por lo que el precio de cierre no viene determinado por el precio de la subasta. Sin embargo, la actuación de RENTA 4 BANCO sí que fija el precio de cierre en las sesiones de 12 de marzo y 25 de abril de 2014, al ser el único comprador y por un número de acciones superior a 500 acciones. Del análisis de las sesiones de 10, 16 y 17 de

diciembre de 2013, 12 de marzo y 25 de abril de 2014 se observa que la introducción de órdenes de RENTA 4 BANCO en todas, excepto una sesión, ha tenido un efecto al alza sobre el precio. La orden se introduce a precios que suponen variaciones con respecto al precio inmediatamente anterior que se mueven entre el 0,84% y hasta el 2,14%.

- Periodo entre el 20 de agosto y 13 de octubre de 2014. En 32 de 39 sesiones las compras de acciones propias de RENTA 4 BANCO acaparan el 25% del total negociado en mercado abierto. En 23 de esas sesiones sus compras suponen más del 50% del total negociado. Sin considerar la sesión del 15 de septiembre, las compras de RENTA 4 BANCO han acaparado el 33% del total negociado en este periodo. En 16 de las 39 sesiones en que opera supera el 25% de la media del mercado de las 30 sesiones anteriores superando el límite establecido en la circular 3/2007. Hasta el 15 de septiembre de 2014, en 13 sesiones supera el límite del 25% del volumen medio diario de las últimas 20 sesiones anteriores a la fecha de compra, establecido en el artículo 5 del Reglamento CE 2273/2003.

B. En cuanto a la calificación de los hechos.

La CNMV considera que RENTA 4 BANCO SA ha incumplido el artículo 83 ter 1 apartado a) que establece literalmente que *“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: 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”*.

El incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter 1 de la LMV puede ser calificado como infracción muy grave del artículo 99 i) o como infracción grave del artículo 100 w), ambos del mismo texto legal, en función de si se hubiere producido, o no, una alteración significativa de la cotización.

La resolución recurrida señala que no ha sido objeto de imputación, ni ha resultado acreditado durante la tramitación del procedimiento, el tipo infractor muy grave recogido en el artículo 99 i) de la LMV, ilícito cualificado por el resultado consistente en que la práctica manipuladora produzca una alteración significativa de la cotización. Lo que se considera acreditado es la realización de una práctica de manipulación de mercado, en cuanto idónea, especialmente, para dar indicios falsos o engañosos respecto a la demanda o liquidez del valor, es decir de una manipulación de volumen; y, sólo en menor medida, del precio o cotización del valor, pero que no habría sido causa de una alteración de naturaleza significativa en ésta. Señala que no se discute el incumplimiento de las reglas de introducción de precios de autocartera, ni si las operaciones influyeron

o no en la tendencia seguida por el mercado. Lo relevante es la magnitud de los volúmenes de autocartera con que se operó en esos periodos, que supuso el ejercicio de una posición dominante, así como en menor medida la intervención en las subastas de cierre de algunas sesiones, y que vinieron a constituir una práctica de manipulación de mercado, operativa y de volumen, en cuanto idónea para dar una imagen artificial o distorsionada de la demanda o liquidez del valor.

C. En cuanto a los sujetos responsables.

La resolución recurrida considera que tanto RENTA 4 BANCO como RENTA 4 SV aparecen como autores de la presunta infracción por la realización de las prácticas de manipulación de mercado.

Por lo que se refiere a RENTA 4 BANCO es la entidad emisora y titular de las operaciones sobre sus propias acciones de naturaleza manipulativa y quien no se habría abstenido de su realización a pesar de tener, en aquella condición, un especial deber de conocerlas y evitarlas. Por lo que se refiere a RENTA 4 SV, es la empresa de servicios de inversión que, en el ejercicio de su actividad como tal y dentro del mandato recibido de la emisora, trasmite al mercado para su ejecución las correspondientes órdenes sobre las acciones de ésta generadoras de las operaciones manipulativas, decidiendo los concretos volúmenes de las mismas y el momento de su introducción.

Considera la resolución recurrida que con independencia de la imputación que se puede hacer a cada una de las dos personas jurídicas señaladas, hay en realidad una sola o misma voluntad o unidad de decisión detrás de ambas. Esto no sólo porque RENTA 4 SV es filial o participada al 100% por su matriz RENTA 4 BANCO, sino porque además y al menos en relación con las operaciones de autocartera de esta última que aquí se consideran, habrían sido ordenadas, decididas y conocidas por un departamento (la mesa de operaciones de renta variable) único y que da servicio a las dos entidades y, en concreto, por personal que perteneciendo al Banco está en comisión de servicios en la sociedad de valores.

Se acuerda imponer a la sociedad de valores una sanción de 125.000 euros y al Banco de 75.000 euros. La parte dispositiva de la resolución sancionadora ha sido publicada en la página web de la CNMV y en el BOE.

SEGUNDO: Esta Sala ya ha dictado sentencia en el recurso interpuesto por la sociedad Renta 4 Sociedad de Valores, sentencia de 10 de mayo de 2018 (recurso 889/2016) contra la misma resolución, sentencia que es firme al haberse inadmitido por auto del Tribunal Supremo de 2 de noviembre de 2018 el recurso de casación.

En este recurso se examina la sanción impuesta a RENTA 4 BANCO. Las alegaciones que conforman la demanda son las mismas que se hicieron al promover el recurso de alzada ante el Ministerio de Economía y Competitividad, y en él se ha resuelto sobre cada una de ellas.

1. La infracción del principio de legalidad en su vertiente formal de reserva de Ley.
2. La infracción del principio de legalidad en su vertiente material de tipicidad de la conducta.
3. La infracción del principio de culpabilidad. Ausencia de dolo y de voluntariedad en el resultado.
4. Infracción del principio de presunción de inocencia: la valoración de la prueba pericial.
5. Infracción del principio de proporcionalidad.

TERCERO: En relación al principio de legalidad en su vertiente formal de reserva de Ley.

Sobre el principio de reserva de ley y la colaboración reglamentaria en el derecho administrativo sancionador existe abundante jurisprudencia tanto del Tribunal Constitucional (STC 3/1998 de 1 de enero) como del Tribunal Supremo (STS de 24 de abril de 2018, recurso de casación 5018/2016) que se recoge en la resolución recurrida y en el escrito de demanda. Lo que se trata de examinar es si en este caso se ha vulnerado el principio de legalidad.

La parte recurrente considera infringido el principio de legalidad puesto que, sin perjuicio de la posibilidad constitucionalmente consagrada de la remisión al reglamento para integrar las conductas típicas, en el presente supuesto se trata de calificar como manipulativa una operativa de autocartera con base en la presunta infracción de un criterio recomendado por la CNMV en una Circular cuya observancia no es, en modo alguno, obligatoria para los emisores e intermediarios financieros.

Lo primero que hay que precisar es que la resolución recurrida no califica como manipulativa de mercado una operativa de cartera con base a la presunta infracción de un criterio recomendado por la CNMV en una Circular, sino que califica como manipulativa de mercado la operativa al haberse incumplido una obligación establecida en una norma con rango de Ley, es decir, el artículo 83 ter de la Ley 24/1988 de 28 de julio del mercado de Valores que impone la obligación de abstenerse de la realización de operaciones que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda.

Así, el artículo 83 ter 1 a) de la LMV, después de definir qué se entiende por manipulación de mercado a los efectos que aquí interesan, las operaciones y ordenes 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, exceptúa tal calificación cuando “la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las ordenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a la práctica de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate”.

Con ello, el legislador, partiendo de forma general de operaciones potencialmente constitutivas de manipulación de mercado, contempla supuestos en los que las mismas son permitidas por ser práctica de mercado aceptadas al tener una finalidad lícita o legítima.

Existían en la fecha de la comisión de los hechos dos prácticas de mercado declaradas aceptadas en relación con las operaciones de autocartera. Una, en la Circular 3/2007 sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado y la otra, las exenciones para los programas de recompra y estabilización de los instrumentos financieros prevista en el Reglamento 2º 2273/2003.

La Circular 3/2007 se dicta por la CNMV en uso de la habilitación reglamentaria prevista en el Real Decreto 1333/2005 por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. En su artículo 4 ordena a la CNMV la aprobación y publicación de la correspondiente circular en materia de aceptación de prácticas de mercado, regulando en el artículo 5 el procedimiento de elaboración y contenido de la misma.

Por tanto, en este caso 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 prevista en el artículo 4 del Real Decreto 1333/2005, los elementos para considerar operaciones que en principio podrían ser calificadas 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. Por otra parte, esa habilitación reglamentaria tiene su cobertura en el artículo 15 LMV que establece que la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para el adecuado ejercicio de las competencias puede dictar las disposiciones que exija el desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los reales decretos aprobados por el Gobierno, siempre que estas disposiciones le habiliten de modo expreso para ello.

En este caso RENTA 4 BANCO afirma que operó al amparo de una práctica de mercado aceptada conforme a lo dispuesto en la Circular 3/2017. Así, en el folio 22 de la demanda después de reproducir el artículo 83 ter 1 a) indica “el propio legislador, al igual que la CNMV en su Circular, partiendo de forma general de conductas potencialmente constitutivas de manipulación de mercado, contempla supuesto en los que las mismas son permitidas por ser prácticas de mercado aceptadas al tener una finalidad lícita o legítima. Este es el supuesto en el que se ha acreditado, operó la autocartera de Renta 4 Banco”. El recurrente no cuestiona que no sea aplicable la Circular 3/2007 en el primer y segundo periodo aun cuando no había un contrato formal de liquidez debiendo tener en cuenta que afirma que en los tres periodos la sociedad de valores ha gestionado de forma independiente la autocartera del Banco. Por tanto, lo que procede examinar es si la operativa realizada por el Renta 4 es una práctica de mercado aceptada conforme a la Circular 3/2007 que requiere en lo que aquí interesa el cumplimiento de las siguientes condiciones establecidas en la norma tercera.

- El Intermediario Financiero no deberá ejercer nunca una posición dominante en la contratación de las acciones del Emisor. A estos efectos, en ningún caso se

superará el 25% del promedio diario del mercado de órdenes del mercado secundario oficial en las 30 sesiones anteriores". (aptdo 3).

- Durante los periodos de subasta y muy especialmente en la de cierre, el Intermediario Financiero deberá extremar su cautela, para evitar que su actuación influya de manera decisiva en la evolución de precios". (aptdo 4).
- En cualquier caso, las operaciones realizadas por un Intermediario Financiero en el marco de un Contrato de Liquidez no deben originar artificialmente desviaciones del precio de cotización respecto a la tendencia del mercado, obstaculizar el funcionamiento normal de éste ni inducir a error a terceros. (aptdo 5).

En este caso la resolución recurrida considera que partiendo que la conducta realizada es potencialmente constitutiva de infracción administrativa no se puede considerar que las operaciones realizadas por RENTA 4 es una práctica de mercado aceptada dado que se ha incumplido lo establecido en la norma tercera apartado 3 y 4 de la Circular 3/2007.

- En relación a la superación del porcentaje del 25% diario, en las tablas que se recogen en el Pliego de Cargos, se calcula la media de negociación de las 30 últimas sesiones en el mercado de órdenes, y compara esa media con las acciones propias adquiridas en cada sesión por Renta 4 en relación con sus propias acciones en esos 3 periodos (el 5 y el 31 de diciembre de 2013, entre el 10 de marzo y el 25 de abril de 2014, y entre el 20 de agosto y el 13 de octubre de 2014). El resultado es que son numerosos los días en los que se incumple el límite del 25% tal como hemos recogido con más detalle al resumir los hechos probados.
- En relación a la intervención en las subastas de cierre. El recurrente reconoce que en 7 subastas de cierre se introdujeron un total de 11 ordenes durante la propia subasta, fijando el precio en 3 subastas (10, 16 y 17 de diciembre) durante el primer periodo y en 2 durante el segundo (12 de marzo y 25 abril de 2014) siendo los efectos al alza hasta un máximo de 2,14%.

CUARTO: Considera también que se ha vulnerado el principio de legalidad en su vertiente de conducta típica puesto que no han aportado indicios suficientes de la existencia de manipulación de mercado en la operativa de autocartera de Renta 4 Banco y ello por las siguientes razones:

- 1) La única finalidad que han tenido las operaciones de compra o venta de acciones propias de Renta 4 Banco realizadas por Renta 4 SV ha sido la de favorecer la liquidez del mercado y conseguir una negociación fluida y ordenada del valor.
- 2) La operativa de autocartera no ha alterado la tendencia del mercado en la cotización del valor.

- 3) El Informe pericial justifica de forma muy completa, y con base tanto en la práctica habitual del mercado y asimismo en informaciones, documentos y acuerdos de la propia CNMV y de BME, por qué a la hora de valorar el volumen de mercado de una acción hay que incluir también las operaciones y órdenes ejecutadas en los segmentos de por bloques y/o de operaciones especiales.
- 4) Los volúmenes han superado los límites fijados en la circular 3/2017 por un mero error interpretativo ya que por error se incluyó para calcular el porcentaje del 25% del volumen medio de negociación de las 30 sesiones anteriores, las operaciones de bloques y no sólo las operaciones en el mercado de órdenes. Si se incluyen los bloques y operaciones especiales se constata que sólo hay 2 sesiones en la totalidad de los 3 periodos en que las compras superaron ligeramente el 25% (25,6% y 25,7%).
- 5) La superación de los límites en el tercer periodo exige, por otro lado, atender no sólo a lo dispuesto en la Circular 3/2007 y a los criterios de la CNMV sino también a lo establecido en el Reglamento (CE) 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003 por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros, en lo que se refiere a los límites porcentuales de volumen medio y al método de cálculo. Dicho Reglamento en su considerando 9 reconoce la necesidad de flexibilizar los límites y en su artículo 5 es claro en cuanto al límite a considerar que no excluye las operaciones de bloques ni las operaciones especiales del cálculo del volumen medio de negociación.
- 6) Aun hipotéticamente aceptando que los límites de volumen deben calcularse como indica la CNMV, el mero hecho de que en determinadas sesiones la operativa de autocartera haya representado un porcentaje superior o de total dominio de la negociación, no puede suponer automáticamente que se haya pretendido manipular, porque esos límites son meras recomendaciones.
- 7) Las compras de Renta 4 han sido comunicadas de forma abierta y transparente, e incluso, parte de ellas, se realizaron dentro de un programa de recompra de acciones propias comunicado con carácter previo y cuyos importes de compras se publicaron de forma permanente con lo que no hubo nunca señales "engañosas" al mercado, sino por el contrario, plena transparencia.

Ninguna de estas alegaciones pueden prosperar, respondiendo con la misma numeración a cada una de las alegaciones efectuadas:

- 1) Efectivamente como señala el recurrente, Renta 4 Banco es un valor poco líquido y por tanto las funciones de facilitar la liquidez y una negociación ordenada son especialmente relevantes para la mejor protección de los inversores y del mercado siendo un medio para lograrlo las operaciones de autocartera. Ahora bien también es cierto que las operaciones de autocartera pueden generar señales engañosas de volumen (que provoquen la apariencia de que el nivel de oferta o demanda en el valor es superior al que resultaría del libre juego de la

oferta y demanda, induciendo a error a los inversores sobre su grado de liquidez); o señales falsas o engañosas sobre su precio o cotización (si se introducen órdenes de compra de cierto volumen puede afectar a la formación del precio), en la medida que lo haga con volúmenes elevados a precios alejados del de equilibrio. La Circular 3/2007 ya reconoce que la falta de liquidez en valores de renta variable supone un inconveniente para el adecuado desarrollo y funcionamiento del mercado y puede implicar perjuicios para los inversores e intermediarios siendo oportuno establecer mecanismos que puedan aumentar la liquidez. Por ello en uso de la habilitación prevista en el artículo 4 y 5 del Real Decreto 1333/2005 de 11 de noviembre establece en la norma tercera de la circular 3/2007 las condiciones en que las operaciones realizadas en virtud de esos contratos se van a considerar una práctica de mercado aceptada que en este caso no se han respetado.

- 2) No se discute en este caso si ha habido o no una alteración de la tendencia del mercado en la cotización del valor. La CNMV señala de forma reiterada que no ha tenido en cuenta ese elemento dado que lo que se imputa es una práctica de manipulación de mercado, operativa y de volumen, en cuanto idónea para dar una imagen artificial o distorsionada de la demanda o liquidez del valor y que el impacto de la operativa sobre la tendencia de la acción o del mercado no es un elemento que configure la infracción cometida. En este sentido el artículo 83 ter 1 a) califica de prácticas que falseen la libre formación de precios las que puedan proporcionar no sólo indicios falsos o engañosos en cuanto al precio sino los que puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta o la demanda.
- 3) En relación al parámetro que hay que tener en cuenta para calcular el porcentaje del 25%, del volumen medio de negociación de las 30 sesiones anteriores, no compete a esta Sala realizar valoraciones acerca de la conveniencia o no de incluir todas las operaciones que se realicen a través de 3 modalidades de contratación que permite la plataforma del sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), es decir, el mercado abierto de órdenes, el mercado de bloques y las operaciones especiales, tal como sugiere el informe pericial. Lo que le corresponde a este órgano, que es un órgano judicial es revisar si la actuación de la CNMV se ha ajustado a la legalidad. En este sentido, la Circular 3/2007 establece de forma clara, sin dejar ningún margen de interpretación que *"en ningún caso se superará el 25% del promedio diario del mercado de órdenes del mercado secundario oficial en las 30 sesiones anteriores"*. La CNMV además precisa que siempre ese ha sido el parámetro el que se ha aplicado en anteriores circulares Carta-Circular 12/98 del Presidente de la CNMV sobre criterios de gestión de órdenes de autocartera en que se establecía como límite el 25% del promedio medio diario de contratación de dichas acciones en los sistemas de órdenes o de fixing del SIBE, que se reiteró en las recomendaciones de la CNMV de 18 de julio de 2013 sobre la operativa de autocartera, a lo que añade esta Sala que el mismo parámetro se utiliza en la nueva Circular 1/2017 sobre los contratos de liquidez, que establece que las operaciones de bloques y especiales no se tomarán en consideración dentro del promedio diario en las 30 últimas sesiones que únicamente tendrán en cuenta las acciones contratadas en el mercado de órdenes del mercado regulado o del

sistema multilateral de negociación español sino que sólo se tomaran en consideración para el volumen diario ejecutado.

- 4) Es cierto como señala el recurrente, que si se incluyen los bloques y operaciones especiales y no sólo las operaciones del mercado de órdenes para calcular el porcentaje del promedio diario del mercado de órdenes del mercado secundario oficial en las 30 sesiones anteriores se constata que sólo hay 2 sesiones en la totalidad de los 3 periodos en que las compras superaron ligeramente el 25% (25,6% y 25,7%). Ahora bien, ello no supone que ha realizado una manipulación de mercado por un error de interpretación dado que el responsable en Renta 4 SV de la gestión de operativa de las acciones propias de RENTA 4 BANCO que reportaba para esta función al Jefe de la Mesa variable manifestó (hecho probado 4 de la resolución recurrida) que durante algún tiempo incluyendo desde diciembre de 2013 a abril de 2014 estuvo considerando para el cálculo del volumen total negociado en las últimas 30 sesiones los bloques y que tras una recomendación de la CNMV dejarlos de incluirlos a partir del verano de 2014 y resulta que en el tercer período en que se considera que hubo manipulación de mercado (entre el 20 de agosto y 13 de octubre de 2014) en que el operador ya conocía cómo debía realizarse el cómputo y por tanto que debía excluir para el cómputo las operaciones de bloques, se sigue superando ese límite. Así consta que en el periodo 20 agosto a octubre de 2014) en 16 de las 39 sesiones en que opera supera el 25% de la media del mercado de las 30 sesiones anteriores. A ello hay que añadir que no se considera que haya habido una manipulación de mercado por una superación de límites de volumen, sino también por la intervención en las subastas de cierre en los términos que se recogen en los hechos probados del fundamento de derecho primero de esta sentencia.
- 5) En lo que se refiere a los límites porcentuales el Reglamento CE 2273/2003. (Renta 4 realizó un programa de recompra de acciones en el último periodo examinado). Es cierto que este Reglamento reconoce cierta flexibilidad en caso de bajo nivel de operaciones, pero establece en el artículo 5.3 que para que el emisor podrá superar el límite del 25 % es necesario que se cumplan las siguientes condiciones, que en este caso no se han cumplido: a) el emisor informará por adelantado a la autoridad competente del mercado de que se trate de su intención de desviarse del límite del 25 % b) el emisor efectuará la oportuna información pública de la posibilidad de desviarse del límite del 25 %; c) el emisor no superará el 50 % del volumen medio diario. En cuanto al porcentaje a considerar, el artículo 5.2 señala que el emisor no comprará más del 25 % del volumen medio diario de las acciones en el mercado regulado en que se lleve a cabo la compra. El recurrente no desarrolla ningún argumento para considerar que debe diferir la forma de cálculo de ese parámetro en las dos prácticas de mercado aceptadas en relación a las compras de autocartera, no considerando esta Sala que la expresión "mercado regulado donde se lleve a cabo la compra" sea clara en cuanto hay que incluir las operaciones de bloques.
- 6) El límite del 25% previsto en la Circular 3/2007 no es una mera recomendación. Como hemos señalado anteriormente esa Circular no contiene una recomendación sino que establece en virtud de la habilitación reglamentaria

prevista en el artículo 4 del Real Decreto 1333/2005, los elementos para considerar operaciones que en principio podrían ser calificadas como de manipulación de mercado, como práctica de mercado aceptada que determina qué conductas potencialmente constitutivas de manipulación de mercado, sean aceptadas y por tanto no sancionadas.

- 7) Afirma que las compras de Renta 4 han sido comunicadas de forma abierta y transparente, pero el hecho es que sólo afectaría al tercer periodo, momento en que se publica vía hecho relevante la firma del contrato de liquidez con la sociedad de valores y las compras realizadas al amparo del programa de recompra de acciones propias del Reglamento CE 2273/2003 a través de quince hechos relevantes. Ello no es más que el cumplimiento de una obligación legal prevista en el artículo 82.1 LMV 24/1988 de comunicar información relevante y en el artículo 4.4 del Reglamento que establece que el emisor deberá revelar públicamente los detalles de todas las operaciones mencionadas en el apartado 3 a más tardar al final de la séptima sesión diaria del mercado siguiente al día de la ejecución de dichas operaciones. Pero en todo caso, no es suficiente con comunicar, sino que hay que respetar los límites para operar establecidos en la Circular 3/2007, como en el artículo 5 del Reglamento.

QUINTO: En relación a la culpabilidad.

La resolución recurrida considera responsable a Renta 4 Banco en la realización de la conducta manipulativa por dos motivos 1) RENTA 4 SV es filial o participada al 100% por su matriz RENTA 4 BANCO y al menos en relación con las operaciones de autocartera habrían sido ordenadas, decididas y conocidas por un departamento (la mesa de operaciones de renta variable) único y que da servicio a las dos entidades y, en concreto, por personal que perteneciendo al banco está en comisión de servicios en la sociedad de valores 2) por la omisión en recabar información de RENTA 4 SV respecto de la gestión para su autocartera para comprobar que las compras realizadas de acciones propias se ajustan a los términos establecidos, primero en el acuerdo verbal y posteriormente en las cláusulas del contrato de liquidez suscrito entre ambas y en las condiciones para operar del programa de recompra de acciones propias.

La resolución recurrida considera que en este caso al menos concurre culpa consciente por los siguientes datos: 1) la objetiva y conocida idoneidad de las prácticas de manipulación de mercado, al tratarse, por una parte, de operaciones de autocartera y, por otra, especialmente del ejercicio de una posición de dominio generadora de una imagen distorsionada de la liquidez del valor afectado 2) la especial cualificación de las sociedades cotizadas, de las entidades de crédito, de las empresas de servicios de inversión y de las personas que en su nombre actúan en los mercados de valores.

Considera la parte recurrente que carece de fundamento la imputación de la conducta manipulativa a Renta 4 Banco puesto que no se puede desconocer que la sociedad de valores ha manifestado durante las actuaciones de investigación que en los 3 periodos ha gestionado de forma independiente la autocartera del Banco. Esta alegación ya ha sido contestada en la resolución recurrida en la que se indica que en

realidad hay una sola o misma voluntad o unidad de decisión detrás de ambas. Esto no sólo porque RENTA 4 SV es filial o participada al 100% por su matriz RENTA 4 BANCO, sino porque además y al menos en relación con las operaciones de autocartera de esta última que aquí se consideran, habrían sido ordenadas, decididas y conocidas por un departamento (la mesa de operaciones de renta variable) único y que da servicio a las dos entidades y, en concreto, por personal que perteneciendo al banco está en comisión de servicios en la sociedad de valores.

La parte recurrente alega que Renta 4 Banco hasta la suscripción del contrato de liquidez no necesitaba dar ninguna instrucción ya que, el Reglamento Interno de conducta (RIC) en materia de mercado de valores de RENTA 4 establecía la forma de actuar y los límites en la compra de acciones propias que eran sobradamente conocidas por las personas responsables de realizar estas operaciones. Respecto a esta cuestión, lo único que consta acreditado es que el RIC establecía que la actuación de la entidad en el mercado debe ser neutral no ejerciendo una posición dominante en la contratación de acciones y que no podrá incidir en la correcta formación del precio de la acción, es decir, recoge la obligación establecida en el artículo 83 LMV. Ninguna irregularidad se imputa a ese Manual. Por otra parte, Renta 4 Banco tal como afirma no necesitaba dar instrucciones con la finalidad de orientar las operaciones de autocartera. Ahora bien, ello no excluye que sí debía haber controlado si el volumen contratado el incumplimiento reiterado en varias sesiones de los 3 períodos analizados los límites establecidos por la CNMV para considerar la actividad como practica de mercado aceptada. Ello con más intensidad precisamente en el tercer período en que la CNMV había recomendado previamente a la sociedad de valores propiedad al 100% del Banco que modificara su operativa para calcular el límite promedio diario referido exclusivamente al mercado de órdenes del mercado secundario oficial en las 30 sesiones anteriores y no incluir para calcular ese promedio las operaciones de bloques.

Señala que si hubiera habido voluntad de manipular, ni se hubiera suscrito un contrato de liquidez, ni se hubiera realizado un programa formal de recompra de acciones. Respecto a esta afirmación hay que indicar que, como hemos señalado anteriormente, el legislador en el artículo 83 1 a) LMV contempla que determinadas prácticas con encaje entre las constitutivas de manipulación de mercado puedan no obstante ser admitidas y no ser objeto de reproche disciplinario, por realizarse en interés legítimo y al amparo de prácticas de mercado aceptadas. En este sentido en la fecha de la comisión de los hechos dos prácticas de mercado están declaradas como aceptadas, en relación con las operaciones de autocartera. Una, en la Circular 3/2007, de 19 de diciembre de la CNMV, sobre los Contratos de Liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado; y, la otra, se recode en el Reglamento (CE) no 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de los instrumentos financieros. Por tanto, en principio como señala el recurrente, la existencia de un contrato de liquidez y la realización de un programa de recompra de acciones, implican la intención de realizar una operativa amparada en una práctica de mercado aceptada. Ahora bien, lo que sucede en este caso es que en este tercer periodo (entre el 20 de agosto y el 13 de octubre de 2014), si bien hay un cambio de operativa sobre las acciones propias de RENTA 4 BANCO en las operaciones en el periodo de subastas de cierre en que interviene en escasas sesiones y el volumen negociado es inferior a 500 acciones, por lo

que esas operaciones de compra no determinan por si mismas el precio de cierre de la sesión, las compras de acciones propias superan tanto los límites establecidos en la Circular 3/2007 como en el artículo 5 del Reglamento CE 2273/2003. El hecho, por otra parte, que la compra de acciones al amparo del Reglamento CE 2273/2003 se publicara como hecho relevante no es suficiente para no apreciar la culpabilidad dado que si bien es cierto que el artículo 5.3 del Reglamento CE 2273/2003 permite en el caso de que se trate de un valor de liquidez extremadamente bajo que se supere el límite del 25%, es necesario cumplir unos requisitos que no se ha hecho.

SEXTO: En relación a la aplicación del principio de presunción de inocencia y valoración del informe pericial.

Alega el recurrente que se ha vulnerado el principio de presunción de inocencia que comporta, tal como establece la sentencia del Tribunal Supremo de 15 de septiembre de 2013, la exigencia de un acervo probatorio suficiente, recayendo sobre la Administración pública actuante la carga probatoria tanto de la comisión del ilícito como de la participación del interesado. Considera que en este caso la Administración no ha acreditado en ningún momento a lo largo del procedimiento administrativo sancionador que actuara en la operación de autocartera con intención de manipular el precio de la acción en el mercado. Tampoco ha acreditado que el valor de la acción se viera afectado o que realmente existieran lo que denomina "señales engañosas". Reprocha el indebido tratamiento que se ha dado en el procedimiento al informe pericial aportado con el escrito de alegaciones al pliego de cargos ya que durante toda la tramitación del expediente administrativo sancionador, las conclusiones del informe técnico aportado no han sido rechazadas con base en criterios técnicos de mercado de valores sino estrictamente jurídicos por lo que a su juicio las conclusiones alcanzadas por el experto no han sido rebatidas debiendo por tanto ser tomadas en consideración en vía judicial. Reprocha que no se haya dado traslado del Informe pericial a la UVM, departamento autor del Informe razonado del que trae causa la incoación del procedimiento sancionador, para su ratificación o contraposición respecto de los hechos contenidos en el citado Informe razonado.

Efectivamente como señala el recurrente la carga de la prueba en el procedimiento sancionador corresponde a la Administración y en este caso considera la Sala que se ha aportado prueba suficiente sobre la comisión de la infracción. Nos remitimos a los fundamentos de derecho anteriores en los que se analiza la concurrencia del elemento objetivo y subjetivo de la infracción.

En cuanto al informe pericial, en la resolución recurrida hay que precisar que si bien es cierto que cuestiona su imparcialidad por el hecho de que sea un documento encargado por la entidad expedientada, no es ese el motivo por el que no admite sus conclusiones, sino que razona de forma motivada 1) porque no se comparten su conclusiones respecto a la inclusión de las operaciones de bloques y operaciones especiales, 2) se razona por qué es irrelevante en análisis del informe pericial que lleva a la conclusión de que la operativa con autocartera objeto de investigación no incidió en la tendencia del valor ni del mercado, no produciéndose una clara correlación entre el elevado volumen de contratación y movimientos bruscos en la cotización indicando que

el impacto de la operativa sobre la tendencia de la acción o del mercado no es un elemento que configure la infracción cometida en el caso del presente procedimiento, 3) se argumenta por qué no se ha dado traslado del informe pericial a UVM.

SÉPTIMO: En relación al principio de proporcionalidad.

La multa impuesta ha sido de 75.000 euros, siendo el importe de la multa máxima que podía haberse impuesto de 982.080 euros, que es el 2% de los recursos propios de la entidad que ascendieron a 46.004.000 euros según consta en las cuentas anuales auditadas a 31 de diciembre de 2012, último ejercicio cerrado con anterioridad al primer periodo constitutivo de infracción. Se considera como circunstancia que aconseja atemperar la multa el hecho de que RENTA 4 BANCO no ha sido sancionada con anterioridad por vulneración de normas de ordenación y disciplina de mercado de valores.

Considera que procedería, en su caso, calificar la conducta del Banco demandante como infracción leve de conformidad con el artículo 101.1 de la LMV (actual artículo 300 del Texto Refundido de la LMV), en cuya virtud "Constituyen infracciones leves de las entidades y personas a que se refiere el artículo 95, aquellas infracciones de preceptos de obligada observancia comprendidos en las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores que no constituyan infracción grave o muy grave conforme a lo dispuesto en los dos artículos anteriores." Con carácter subsidiario si el error interpretativo al incluir las operaciones de bloque para calcular los volúmenes medios de negociación no se aprecia como determinante de la exención de culpabilidad en la conducta de Renta 4 Banco, S.A., debe necesariamente ser considerado como criterio de atenuación de la cuantía de la sanción. En lo que se refiere a Renta 4 Banco entendemos que en ausencia de circunstancias agravantes, junto con la falta de antecedentes disciplinarios debería aplicarse como criterio de atenuación de la responsabilidad el contemplado en la letra b) del artículo 106 ter de la LMV, esto es, "el grado de responsabilidad de la persona física o jurídica responsable de la infracción" y ello porque, como han quedado acreditado, las decisiones de la operativa de autocartera se tomaban en la Sociedad de Valores, no en el Banco.

Ninguna de estas alegaciones puede prosperar por las siguientes razones: 1) En cuanto a la calificación del incumplimiento como infracción leve se limita a realizar esa petición sin desarrollar ningún argumento y frente a ello la CNMV analiza la concurrencia del elemento objetivo y subjetivo del tipo infractor grave. En todo caso el principio de proporcionalidad no opera en la tipificación de la conducta sino que tiene incidencia en la graduación de la sanción conforme a los criterios de graduación previstos en la LMV, que específicamente se refiere, entre otros, a la naturaleza y entidad de la infracción. En este caso la CNMV ha tenido en cuenta esos parámetros, ha impuesto la sanción en un importe económico mínimo siendo el límite máximo de 982.080 euros. 2) No se aprecia error de interpretación al ser la normativa clara por lo que no puede tener incidencia en la valoración de la culpabilidad o en la graduación de la sanción y 3) en cuanto a la consideración como circunstancia atenuante del grado de responsabilidad, no procede considerarlo como circunstancia atenuante, ya que como señala la resolución recurrida hay una sola o misma voluntad o unidad de decisión detrás de ambas. Esto no sólo porque RENTA 4 SV es filial o participada al 100% por su matriz RENTA 4 BANCO, sino

porque además y al menos en relación con las operaciones de autocartera de esta última que aquí se consideran, habrían sido ordenadas, decididas y conocidas por un departamento (la mesa de operaciones de renta variable) único y que da servicio a las dos entidades y, en concreto, por personal que perteneciendo al banco está en comisión de servicios en la sociedad de valores.

OCTAVO: Conforme a lo razonado procede desestimar el recurso. Por lo que se refiere a las costas, procede imponerlas a la parte actora a tenor de lo establecido en el artículo 139.1 de la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa, en la redacción dada a dicho precepto por la Ley 37/2011, de 10 de octubre que establece que “En primera o única instancia, el órgano jurisdiccional, al dictar sentencia o al resolver por auto los recursos o incidentes que ante el mismo se promovieren, impondrá las costas a la parte que haya visto rechazadas todas sus pretensiones, salvo que aprecie y así lo razone, que el caso presentaba serias dudas de hecho o de derecho”.

FALLO

En atención a lo expuesto la Sección tercera de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional ha decidido:

DESESTIMAR el recurso contencioso-administrativo interpuesto por la representación procesal de **RENTA 4 BANCO** contra la resolución del Subsecretario de Economía y Competitividad por delegación del Ministro de Economía y Competitividad de 22 de septiembre de 2016, por la que se desestima el recurso de alzada interpuesto por la recurrente contra la resolución del Consejo de la Comisión del Mercado de Valores de 20 de abril de 2016, por ser dichas resoluciones en los extremos examinados conforme a derecho. Las costas se imponen a la parte actora.

La presente sentencia es susceptible de recurso de casación, que deberá prepararse ante esta Sala en el plazo de 30 días contados desde el siguiente al de su notificación; en el escrito de preparación del recurso deberá acreditarse el cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo 89.2 de la Ley de la Jurisdicción justificando el interés casacional objetivo que presenta.

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