

**SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 18 DE ENERO DE 2023**

**Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª**

**Recurso núm.:** 387/2022  
**Ponente:** D. Isabel García García-Blanco  
**Acto impugnado:** Resolución del Consejo de la CNMV de 21 de abril de 2021 confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital 26 de enero de 2022.  
**Fallo:** Desestimatoria

Madrid, a dieciocho de enero de dos mil veintitrés.

Visto el recurso contencioso-administrativo que ante esta Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional y bajo el **número 387/2022**, se tramita a instancia de **DEUTSCHE BANK**, representado por la Procuradora doña SVS, y asistido por el Letrado don MLM, contra Resolución de la Subsecretaria de Asuntos Económicos y Transformación Digital, por delegación de la Vicepresidenta Primera del Gobierno y Ministra de Asuntos Económicos y Transformación Digital. (artículo 7.6.a) de la Orden ETD/1218/2021) de fecha 26/01/2022 desestimatoria del recurso de alzada interpuesto contra la resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de fecha 21 de abril de 2021, por la que se resolvió el expediente sancionador nº 11/2019 y en el que la Administración demandada ha estado representada y defendida por el Sr. Abogado del Estado.

### **ANTECEDENTES DE HECHO**

1.- La parte indicada interpuso en fecha 25/3/2022 este recurso respecto de los actos antes aludidos y, admitido a trámite, y reclamado el expediente administrativo, se entregó éste a la parte actora para que formalizara la demanda, lo que hizo en tiempo, en la que realizó una exposición fáctica y la alegación de los preceptos legales que estimó aplicables, concretando su petición en el Suplico de la misma, en el que literalmente dijo: "que, tenga por presentado este escrito y admita a trámite la presente demanda y tenga por interpuesto recurso contencioso-administrativo contra la resolución administrativa, de fecha 26 de enero de 2022, de la Vicepresidenta Primera del Gobierno y Ministra de Asuntos Económicos, por la que se desestima el recurso de alzada interpuesto por DEUTSCHE BANK, S.A.E. frente a la Resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de fecha 21 de abril de 2021, por la que se resolvió el expediente sancionador nº 11/2019, imponiéndose a DEUTSCHE BANK, S.A.E. una multa por importe de 3.000.000 euros y, previos los trámites legales oportunos, dicte en su día sentencia por la que se declare la nulidad de pleno derecho de la misma, de conformidad con el artículo 47 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas o, subsidiariamente, se anule y deje sin efecto dicha Resolución, al amparo del artículo 48.1 de la Ley 39/2015, por incurrir en infracción del ordenamiento jurídico. Todo ello con expresa imposición de costas a la Administración demandada."

2.- De la demanda se dio traslado al Sr. Abogado del Estado, quien en nombre de la Administración demandada contestó en un relato fáctico y una argumentación jurídica que sirvió al mismo para concretar su oposición al recurso en el suplico de la misma, en el cual solicitó: "Que tenga por presentado este escrito, se sirva admitirlo y, teniendo por contestada la demanda, tras los trámites oportunos, dicte sentencia por la que se desestime el recurso. Con expresa imposición de costas a la parte demandante"

3.- Mediante DO del LAJ de fecha 26 de julio de 2022 se fija la cuantía del presente recurso en 3.000.000 € haciéndolo con conformidad de las partes.

4.- Fijada la cuantía y no teniéndose que realizar mas tramite quedaron los autos conclusos para sentencia. Por providencia de 9 de enero de 2023 se hizo señalamiento para votación y fallo el día 17 de enero de 2023, en que efectivamente se deliberó y votó.

5.- En el presente recurso contencioso-administrativo no se han quebrantado las formas legales exigidas por la Ley que regula la Jurisdicción. Y ha sido Ponente el Magistrado de esta Sección D<sup>a</sup> Isabel García García-Blanco.

## FUNDAMENTOS JURIDICOS

### 1.- ACTIVIDAD ADMINISTRATIVA IMPUGNADA

En el presente recurso se impugna la resolución de la Subsecretaría de Asuntos Económicos y Transformación Digital, por delegación de la Vicepresidenta Primera del Gobierno y Ministra de Asuntos Económicos y Transformación Digital. (artículo 7.6.a) de la Orden ETD/1218/2021) de fecha 26/01/2022, desestimatoria del recurso de alzada interpuesto contra la resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de fecha 21/04/2021, por la que se resolvió el expediente sancionador nº 11/2019, y que acordó imponer a DEUTSCHE BANK, S.A una multa por importe de 3.000.000 € por la comisión de una infracción muy grave tipificada en el artículo 284.1 del TRLMV por el incumplimiento de los artículos 193.2.c) y 195 del TRLMV, así como de los artículos 44 y 45 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, debido a la inaplicación, no ocasional o aislada, de las medidas exigibles de gestión del conflicto de interés existente en la recompra a clientes de bonos estructurados emitidos por el propio Grupo Deutsche Bank aplicando diferenciales significativos con respecto a su valor razonable de los que no se informó a los clientes entre los años 2013 y 2017.

### 2.- HECHOS

Los hechos de los que parte la resolución recurrida son los siguientes:

*“Estos hechos vienen referidos a la inaplicación por parte de la entidad de las medidas exigibles en la gestión del conflicto de interés existente en la recompra a clientes de bonos estructurados emitidos por el propio Grupo Deutsche Bank, aplicando diferenciales significativos con respecto a su valor razonable, y que no fueron informados a sus clientes entre los años 2013 y 2017.*

*· “De acuerdo con los datos obrantes, durante los años 2013 a 2017, se produce una continua y elevada actividad de comercialización de la Entidad (incluidas recompras) con respecto a bonos estructurados emitidos por el Grupo y que es puesta de manifiesto por los importes colocados a inversores minoristas en mercado primario y la operativa de clientes en mercado secundario. (Total de emisiones en mercado primario, 175, importe nominal 3.184.903, importe compras de clientes en mercado secundario 203.322 e importe ventas de clientes en mercado secundario 1.047.429).*

*· La Entidad actúa como contrapartida de todas las órdenes de sus clientes inversores minoristas.*

*· En relación con la fijación de los precios de ejecución, la “Política de Ejecución de Órdenes”, disponible en la web y que se entrega al cliente cuando firma el “contrato de valores”, dispone que “se realiza mediante acuerdo entre el Banco y el cliente sobre el precio (a “precio cerrado””, añadiendo que “en las operaciones a precio cerrado se entenderá que el Banco da cumplimiento a sus obligaciones de mejor ejecución si el precio del instrumento financiero de que se trate se encuentra en términos de valor de mercado, es decir, que el precio cerrado al que se realiza la operación no sea superior a la suma del precio ofertado por el/los contribuidores de liquidez para la transacción más el margen aplicable por el Banco.” En cuanto a los contribuidores de liquidez, la política de ejecución indica que “son seleccionados por el Banco en base a criterios de solvencia y representatividad en el mercado y siempre entre entidades que cuenten con autorización para operar en España”. La Entidad comunica que durante el periodo de referencia de la inspección el contribuidor de liquidez “es solamente uno para esta tipología de productos” y que para los bonos estructurados del grupo es Deutsche Bank, AG (en adelante, DB AG), que es asimismo el emisor tratándose de instrumentos financieros del grupo.*

*· Operaciones de venta de clientes ejecutadas a un precio que se desvía significativamente del valor razonable. Según el Informe razonado del DSEE, existiría una diferencia significativa entre el valor*

razonable y el precio de colocación del producto al cliente, sin advertirse al mismo de esta diferencia significativa. Los precios de ejecución de las operaciones de venta de minoristas (es decir, los precios a los que la Entidad recompra a sus clientes minoristas teniendo en cuenta la cotización ofrecida por el contribuidor) son en general inferiores al valor razonable del instrumento correspondiente incluso una vez deducidos (i) el margen máximo del 0,5% aplicable por la Entidad en las operaciones de venta de productos estructurados previsto en su Política de ejecución y (ii) el 1% que el contribuidor de liquidez aplica habitualmente en concepto de diferencial Bid-Mid (según indica el propio contribuidor, DB AG, en carta aportada por la Entidad que figura en el anexo 6 del Informe razonado).

o No se informa al cliente vendedor de que el precio incluye un elevado diferencial aplicado por el contribuidor.

o Las diferencias promedio suponen que en las operaciones de venta los clientes soportan, además del diferencial del 1,5%, un diferencial adicional de entre el 0,7% y el 5,4%, siendo la media aritmética de este diferencial para las 16 referencias de la muestra el 1,8%.

o En caso de divergencia entre los precios del contribuidor DB AG y de SOLVENTIS (empresa que actúa como empresa de valoración), la Entidad partía siempre del precio del contribuidor, no del precio o valor estimado por SOLVENTIS.

· **Operaciones de venta vinculadas a recomendaciones.** Se han constatado un número y volumen considerable en el que la Entidad recomienda a sus clientes la venta de un instrumento financiero y la adquisición subsiguiente de otro, ambos emitidos por entidades del Grupo (el volumen de operaciones de venta recomendadas por la Entidad supone en media el 63% en las cinco emisiones para las que reconoce haber realizado canjes y el 11% en las once emisiones restantes).

o el volumen de ventas y las diferencias entre el precio y el valor razonable son especialmente relevantes en las emisiones propias comparadas con las que se producen en las emisiones de terceros." (sic)

### **3.- NORMATIVA APLICABLE**

El art. 284.1 del TRLMV, Real Decreto Legislativo 4/2015, **Infracciones por incumplimiento de la obligación de información y protección al inversor**, en la redacción vigente a hechos, consideraba infracciones muy graves las siguientes acciones u omisiones:

*"1. La falta de medidas o políticas de gestión de conflictos de interés o su inaplicación, no ocasional o aislada, por parte de quienes presten servicios de inversión o, en su caso, por los grupos o conglomerados financieros en los que se integren las empresas de servicios de inversión, así como el incumplimiento de las obligaciones previstas en los artículos 208, 209 a 217 o la falta de registro de contratos regulado en el artículo 218."*

Este precepto es de redacción similar al previo art. 99 z bis) de la LMV 24/1988, tras la reforma llevada a cabo por la Ley de Economía Sostenible 2/2011, de 4 de marzo, tras cuya reforma (entrada en vigor el 06/03/2011) la tipificación de la infracción como muy grave, frente a la grave del art. 296.5 del TRLMV, viene caracterizada por la entidad agravatoria que merece el hecho de que el comportamiento infractor no se defina como algo esporádico, meramente ocasional, en tiempo y en número, habiendo desaparecido como elemento definidor de la infracción, ya sea muy grave o grave, el perjuicio causado a los clientes y sin que ello sea óbice para que este aspecto pueda valorarse para graduar la sanción a imponer.

A los efectos del tipo (la acción se describe como la falta o inaplicación), no basta con cualquier política de gestión de conflictos de intereses tal y como pretende la recurrente para negar la existencia de acción típica pues solo es tal aquella que se demuestra como eficaz y adecuada en el objetivo de impedir los conflictos de interés, detectarlos si se producen, y ponerlos en conocimiento del cliente antes de actuar por su cuenta.

El **art. 193 del TRLMV**, en su redacción vigente al tiempo de los hechos, "Requisitos de organización interna", disponía en su apartado 2.c) que:

*"2. Las empresas de servicios de inversión y las restantes entidades que, de conformidad con lo dispuesto en este título, presten servicios de inversión deberán definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone.*

A tal efecto deberán:

*c) Disponer de medidas administrativas y de organización adecuadas para evitar que los posibles conflictos de interés regulados en el artículo 195 perjudiquen a sus clientes. Asimismo deberán establecer medidas de control de las operaciones que realicen, con carácter personal, los miembros de sus órganos de administración, empleados, agentes y demás personas vinculadas a la empresa, cuando tales operaciones puedan entrañar conflictos de interés o vulnerar, en general, lo establecido en esta ley."*

Por su parte, el **art. 195 del TRLMV**, al que remite el anterior precepto, en su redacción vigente al tiempo de los hechos, "Conflictos de interés", establecía que:

*"1. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 193.2.c), las empresas que presten servicios de inversión deberán organizarse y adoptar medidas para detectar posibles conflictos de interés entre sus clientes y la propia empresa o su grupo, incluidos sus directivos, empleados, agentes o personas vinculadas con ella, directa o indirectamente, por una relación de control; o entre los diferentes intereses de dos o más de sus clientes, frente a cada uno de los cuales la empresa mantenga obligaciones.*

*A tales efectos no se considerará suficiente que la empresa pueda obtener un beneficio, si no existe también un posible perjuicio para un cliente; o que un cliente pueda obtener una ganancia o evitar una pérdida, si no existe la posibilidad de pérdida concomitante de un cliente.*

*2. Igualmente las empresas de servicios de inversión deberán aprobar, aplicar y mantener una política de gestión de los conflictos de interés que sea eficaz y apropiada a su organización, destinada a impedir que los conflictos de interés perjudiquen los intereses de sus clientes.*

*En los grupos de empresas de servicios de inversión, cada una de las entidades financieras integradas deberá adoptar las medidas precisas para resolver adecuadamente los posibles conflictos de interés entre los clientes de distintas entidades del grupo.*

*3. Cuando las medidas organizativas o administrativas adoptadas para gestionar el conflicto de interés no sean suficientes para garantizar, con razonable certeza, que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente, la empresa de servicios de inversión deberá revelar previamente la naturaleza y origen del conflicto al cliente antes de actuar por cuenta del mismo.*

*4. Reglamentariamente se establecerán las reglas para la identificación y registro de los conflictos de interés, y las medidas, requisitos organizativos y políticas que deban adoptarse para garantizar la independencia del personal que ejerce actividades que impliquen riesgo de conflicto de interés, así como la información que deba suministrarse a los clientes afectados o al público en general."*

En desarrollo del artículo anterior, el **art. 44 del Real Decreto 217/2008**, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión (RD 217/2008), en la redacción vigente en el momento de los hechos, estipulaba:

*"Conflictos de interés potencialmente perjudiciales para los clientes.*

*Al objeto de identificar los conflictos de interés a los efectos de lo dispuesto en el artículo 70 quáter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, las entidades que presten servicios de inversión deberán tener en cuenta, como criterio mínimo, si la propia empresa, o bien una persona competente u otra persona directa o*

indirectamente vinculada a aquella mediante una relación de control se encuentra en alguna de las siguientes situaciones:

- a) La entidad o la persona en cuestión puede obtener un beneficio financiero, o evitar una pérdida financiera, a costa del cliente, o,
- b) tiene un interés en el resultado del servicio prestado o de la operación efectuada por cuenta del cliente, distinto del interés del propio cliente en ese resultado (...)."

Y en el **art 45. del Real Decreto 217/2008**, en cuanto a la "Política de gestión de los conflictos de interés" venía a señalar:

1. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 70 quáter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, las entidades que presten servicios de inversión deberán aprobar, aplicar y mantener una política de gestión de los conflictos de interés eficaz y adecuada al tamaño y organización de la empresa y a la naturaleza, escala y complejidad de su actividad.

Asimismo, la política se plasmará por escrito y cuando la empresa pertenezca a un grupo, se deberá tener en cuenta cualquier circunstancia derivada de la estructura y actividades de otras entidades del grupo que la entidad conozca o debiera conocer susceptible de provocar un conflicto de interés.  
(...)

3. La revelación al cliente de los conflictos de interés de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 70 quáter.2 de la Ley 24/1988 de 28 de julio, deberá hacerse en un soporte duradero y deberá, incluir los datos suficientes, en función de la naturaleza del cliente, para que éste pueda tomar con conocimiento de causa una decisión en relación con el servicio de inversión o auxiliar al que afecte el conflicto de interés."

#### **4.- TIPICIDAD DE LOS HECHOS OBJETO DE SANCIÓN**

**4.1** El recurrente viene a defender que los hechos no son típicos – no tienen encuadre en los preceptos reseñados – ya que:

a) disponía de una adecuada política de gestión de los conflictos de interés y la misma se aplicó correctamente. Al efecto se defiende que la contratación de la Agencia de Valores SOLVENTIS, como tercero independiente, para la realización de la valoración, siendo esta, además, razonable, constituía una medida eficaz de la gestión del conflicto de intereses generado por la recompra de productos estructurados del grupo.

a) no debía informar a los clientes dado que las medidas implementadas eran suficientes y aunque dicha información hubiese sido necesaria no existió ningún diferencial entre los precios aplicados por la entidad a los activos y el valor razonable, conclusión alcanzada sobre la base de que los costes de salida de un producto estructurado sí formaban parte del "valor razonable", por lo que, en definitiva, no existiría conflicto de interés alguno.

**4.2** Partimos de que la recompra de los productos estructurados del grupo, productos colocados en clientes, constituye un evidente supuesto de posible conflicto de intereses (hecho no cuestionado).

Se trataría de ver si, una vez detectado tal o tales conflicto/s, el método implementado por el recurrente para gestionarlo, era, de por sí, un método eficaz y adecuado para la gestión de estos conflictos de cara a "garantizar, con razonable certeza, que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente" pues, si así no lo fuera, debería haberles informado, previamente, en "un soporte duradero" e "incluir los datos suficientes, en función de la naturaleza del cliente, para que éste pueda tomar con conocimiento de causa una decisión en relación con el servicio de inversión o auxiliar al que afecte el conflicto de interés"

Dentro del contexto descrito no basta con implementar una política cualquiera de gestión de conflictos de intereses pues normativamente se exige un presupuesto cualitativo en la misma, en cuanto a que *“sea eficaz y apropiada a su organización”* y un presupuesto finalista en cuanto a que tal gestión esté *“destinada a impedir que los conflictos de interés perjudiquen los intereses de sus clientes”*

#### 4.3 Política de gestión centrada en la fijación del valor razonable por tercero independiente.

El recurrente defiende haber actuado de acuerdo con las recomendaciones de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM, ESMA en inglés), y que la contratación de un tercero independiente encargado de valorar la razonabilidad del precio de los activos constituye una medida idónea para gestionar los potenciales conflictos de interés. A tal efecto, DEUTSCHE BANK defiende que el criterio mantenido por la entidad y por el valorador independiente, SOLVENTIS, se ajusta a las interpretaciones que del “valor razonable” venían haciendo la totalidad del sector y la propia CNMV, por lo que en ningún caso los criterios empleados por SOLVENTIS habrían resultado ineficaces y, por ello, no podrían hablarse de una deficiente política de gestión de los conflictos de interés.

Como se puede ver de las resoluciones administrativas, lo que se viene a cuestionar en la política de gestión de conflictos implementada por la recurrente no es la corrección de contratar a un tercero independiente para valorar la razonabilidad de los precios de los bonos estructurados sino la eficacia/efectividad de este procedimiento en la finalidad que ha de ser buscada (gestión del conflicto de intereses tendente a impedir que se perjudiquen los intereses de los clientes) y es en la concreta forma en que el sistema fue diseñado e implementado al caso de autos en lo que incide la resolución sancionadora por lo que la Administración viene a concluir que:

*“(…) no existió un sistema con el que se contrastase de forma clara que el precio al que se realizaban las operaciones fuese razonable.*

*(…)*

*En el presente caso se ha imputado a la entidad un incumplimiento del deber de información a los clientes de la existencia de un conflicto de interés al amparo del artículo 195.3 del TRLMV debido a la falta de eficacia de la medida adoptada para gestionar el conflicto de interés con los clientes en la comercialización de los bonos estructurados emitidos por el GRUPO DEUTSCHE BANK, conducta que encajaría en el tipo infractor del artículo 284.1 del TRLMV*

*(…)*

*la entidad sí disponía de una política de gestión de los conflictos de interés, pero ésta resultó ineficaz en lo que respecta a la comercialización de los bonos estructurados emitidos por el GRUPO DEUTSCHE BANK, por lo que debería haber informado a los clientes de la existencia de estos conflictos de interés, tal y como exige el artículo 195.3 del TRLMV. Por tanto, debe quedar claro que la infracción imputada a la entidad procede de la falta de cumplimiento del artículo 195.3 del TRLMV por no haber informado a sus clientes de la existencia de un conflicto de interés en la comercialización de los bonos una vez puesta de manifiesto la ineficacia de la medida inicialmente destinada a su gestión. La existencia del conflicto de interés con los clientes y la ineficacia de la contratación de SOLVENTIS como valorador independiente se encuentran íntimamente ligados al cálculo del “valor razonable”.*

*La existencia de un conflicto de interés con los clientes en la comercialización de los bonos estructurados emitidos por el GRUPO DEUTSCHE BANK resulta evidente desde el momento en que la entidad decidió que esta situación debía abordarse mediante la contratación de un valorador independiente (SOLVENTIS) que verificase la razonabilidad de los precios aplicados por el contribuidor, sin que exista discrepancia alguna a este respecto.*

*La sanción procede de la falta de información por la previa ineficacia de la política de gestión del conflicto de interés, que en este caso debiera haber consistido en un cálculo correcto del*

*“valor razonable”. En la línea de lo expuesto anteriormente, la normativa comunitaria y nacional en vigor en el momento de producirse los hechos no establecía de forma concreta cómo debía calcularse el “valor razonable”, pero sí disponía que los costes de transacción, entre los que debían incluirse los costes implícitos, nunca podían utilizarse para el cálculo de dicho valor. Tanto DEUTSCHE BANK como SOLVENTIS emplearon criterios de cálculo del “valor razonable” contrarios a la normativa anteriormente expuesta, incumpliendo de este modo las obligaciones impuestas a las empresas prestadoras de servicios de inversión e impidiendo que los clientes conocieran los costes implícitos y las comisiones. Por este motivo la medida de gestión del conflicto de interés no resultó eficaz, ya que no corrigió el error en el criterio empleado por DEUTSCHE BANK, esto es, la inclusión de los costes implícitos dentro del “valor razonable”.*

*En consecuencia, el incumplimiento de la normativa sobre el cálculo del “valor razonable” muestra que la contratación de SOLVENTIS como valorador independiente no fue una medida eficaz para gestionar el conflicto de interés existente entre la entidad y sus clientes en la comercialización de productos estructurados. Según el artículo 195.3 del TRLMV, la ineficacia de la política de gestión suponía la obligación de informar a los clientes sobre la existencia, naturaleza y origen del conflicto de interés, información que la entidad no proporcionó a sus clientes, incumpliendo de este modo lo dispuesto por el citado artículo y motivando la infracción contemplada en el artículo 284.1 del TRLMV. No siendo eficaces las medidas de gestión de conflicto de intereses, la entidad debería haber, informado a sus clientes, de forma directa, del precio al que se realizarían las operaciones de venta, y en concreto, de todos los costes, márgenes o comisiones que le fueran aplicados en ese precio, lo que no sucedió.*

*(...)*

*Estos costes implícitos – aquéllos en los que incurre el emisor como consecuencia de la recompra y cancelación del activo– deben incluirse dentro de los costes de transacción puesto que reúnen todas las notas que se predicen de estos últimos, por lo que se debió informar de forma separada sobre los mismos y no debieron utilizarse para calcular el “valor razonable”.”(sic).*

Por tanto nos desplazamos del abstracto de la idoneidad del método de la utilización de la valoración por tercero independiente como método para gestionar el conflicto de intereses detectado, al concreto de cómo fue implementado dicho sistema al caso.

Dentro de esta exigencia de eficacia, en definitiva, lo efectivo del método no deriva, necesaria e indefectiblemente, de que venga a actuar un tercero independiente y de ahí la necesidad de un sistema que sirviera, también y de inicio, para detectar la efectividad del método, en este caso garantía inexistente de partida pues el recurrente da y defiende por correctos los parámetros utilizados por el tercero independiente sin realizar un contraste de esa valoración siendo que el tercero venía a utilizar para tal valoración los parámetros facilitados por la propia recurrente, generándose así un círculo vicioso y viciado.

En este contexto nos encontramos que:

- a) los precios estimados por SOLVENTIS, en general, se mantienen en línea con los de los contribuidores (en la práctica totalidad de los casos DB, AG)
- a) cuando divergen, la Entidad hoy recurrente parte siempre del precio del contribuidor y no del estimado por SOLVENTIS, tercero sobre cuya independencia viene precisamente a construir, de forma exclusiva, la adecuación de la política de gestión implementada.

En cuanto a la diferencia entre los precios estimados por SOLVENTIS y los calculados por la CNMV de cara a afirmar la razonabilidad del mismo, viene detallada en la resolución dictada en alzada (folios 25 y 26) y cuestionada tal razonabilidad sobre la base de que *“no resulta adecuado que*

Solventis utilice para una valoración independiente de instrumentos emitidos por el grupo, parámetros facilitados por el mismo". La lógica del argumento de la resolución dictada en alzada, confirmando la resolución sancionadora, es aplastante y compartida plenamente por la Sala cuando se viene a señalar:

*"La contratación de un valorador independiente encargado de verificar la razonabilidad de los precios de comercialización de los activos deviene ineficaz cuando dicho valorador emplea sin contrastar parámetros o criterios de cálculo facilitados por el emisor, ya que impide comprobar que los parámetros del propio emisor resulten válidos a la hora de calcular el "valor razonable", máxime cuando los criterios no respetaban la normativa aplicable y cuando los resultados de estos cálculos se han alejado significativamente de los obtenidos por la CNMV, cuestiones que se abordarán posteriormente. Además, se privaba de toda eficacia a la actuación del valorador independiente cuando en las situaciones de divergencia de criterios siempre se escogía el precio propuesto por el contribuidor, impidiendo que esta medida de garantía para los clientes desplegara efectos prácticos.*

(...)

*la contratación de SOLVENTIS no resultó una medida eficaz para gestionar el conflicto de interés con los clientes en la comercialización de bonos estructurados puesto que los parámetros utilizados por éste no respetaban la normativa vigente y coincidían con los del contribuidor, por lo que no existió un contraste real de la razonabilidad de los precios, a lo cual debe añadirse que siempre prevalecía el criterio del contribuidor sobre el de SOLVENTIS en los escasos casos de discrepancia." (sic).*

Es por ello que, la mera contratación de SOLVENTIS como valorador independiente de la razonabilidad del precio, no constituyó en su diseño e implementación una medida que hubiera de considerarse eficaz para gestionar el conflicto de interés objetivamente generado, por lo que el artículo 195.3 del TRLMV imponía a la entidad el haber informado a los clientes, previamente, de dicho conflicto de interés con independencia de que finalmente existieran o no perjuicios para los clientes (estamos ante un tipo sancionador abstracto en el que la consumación no precisa de la constatación de un resultado lesivo para terceros, sin perjuicio del elemento finalista, en la evitación de los mismos, que debe guiar una política de gestión de conflictos de intereses que haya de considerarse eficaz).

#### **4.4 política de arquitectura abierta y su incidencia en tipificación de la obligación incumplida objeto de sanción**

La conclusión alcanzada en cuanto a la tipicidad de los hechos no se ve afectada por que también se ofrecieran a los clientes productos emitidos por otras entidades distintas del Grupo DB, ya que, como se recoge en la resolución recurrida, la operativa, mayoritariamente y en porcentaje muy, muy relevante, se estableció sobre emisiones del grupo, en unos datos objetivos no controvertidos:

*"el 81% de las compras de minoristas sobre bonos estructurados colocados por DB SAE de 2013 a 2017 fue sobre emisiones del Grupo, siendo el restante 19% de las compras minoristas emitidas de nueve emisores diferentes y con un importe de ventas mucho más inferior que en el caso de las ventas sobre emisiones del Grupo" (sic)*

### **5.- DEBER DE INFORMACIÓN INCUMPLIDO OBJETO DE SANCIÓN**

**5.1** Al respecto ha de partirse de qué, aquél que asume o pueda asumir los riesgos de la inversión, **el cliente** que no tiene por qué ser un inversor profesional, con anterioridad a efectuar la misma,

ha de disponer de una clara, plena y completa información por parte de la empresa proveedora de servicios de inversión pues solo así puede formar su decisión con suficientes garantías. Esta finalidad era y es patente en la normativa del mercado de valores, nacional e internacional, vigente en el momento de los hechos y actualmente en vigor y se trata de un principio general, rector del mercado de valores, que sirve para orientar el comportamiento que, en caso de duda, puedan tener las mencionadas empresas.

5.2 Al caso que nos ocupa, en la política de ejecución, se informaba a los clientes de que, en las operaciones de venta de clientes, es decir, aquéllas en las que DEUTSCHE BANK recompra el bono estructurado al propio cliente, la entidad obtendría un margen del 0,5% y se puntualizaba que *"el Banco no cobrará ni repercutirá al cliente ningún coste adicional relacionado con la ejecución de la operación"*, cosa que como veremos no resultó cierta.

En la resolución se admite una información, indirecta/implícita, del denominado *"diferencial bid-mid"*, habitual en este tipo de operaciones, que ascendía al 1%

Por tanto la información en su caso dada, comprendía un "diferencial" del 1,5%, pero en la realidad los clientes en este tipo de operaciones soportaban un "diferencial" adicional de entre el 0,7% y el 5,4%, siendo la media aritmética de este "diferencial", para las 16 referencias, de 1,8%, "diferencial" sobre el que no se informaba.

La Entidad recurrente niega la mayor, argumentando que no existiría tal "diferencial" porque el precio de recompra tenía un *"valor razonable"*, debiendo incluirse dentro de dicho valor los costes de salida en que pudiera incurrir el contribuidor de liquidez. De contrario, la Administración considera que estos costes implícitos son costes de transacción de acuerdo con la Normativa Internacional de Información Financiera 13 (NIIF 13 o IFRS 13)

5.3 La obligación de informar era de los gastos o costes asociados a la operación que el cliente soportaría y ello, por mucho que se empeñe la parte, es independiente de cómo se calcule el valor razonable, obligación de información que ya estaba normativamente presente en relación con los hechos:

- En el marco normativo europeo, con base a la **Directiva MiFID I**, Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (art. 19.3 *"se proporcionará a los clientes o posibles clientes de manera comprensible información adecuada sobre (...) gastos y costes asociados, de modo que les permita, en lo posible, comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece y, por consiguiente, puedan tomar decisiones sobre la inversión con conocimiento de causa."*) y la **Directiva Delegada 2006/73/CE** (art. 33 *"costes y gastos conexos que incluyan, cuando proceda, la siguiente información: a) el precio total que debe ser pagado por el cliente en relación con el instrumento financiero o el servicio de inversión o servicio auxiliar, incluidos todos los honorarios, comisiones, costes y gastos conexos, y todos los impuestos pagaderos a través de la empresa de inversión o, si no puede indicarse un precio exacto, la base del cálculo del precio total, de modo que el cliente pueda verificarlo (...)"*),

- En el marco normativo interno, con plasmación en el **art. 209 del TRLMV** (*"1. Las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes.*

*2. Toda información dirigida a los clientes, incluida la de carácter publicitario, deberá ser imparcial, clara y no engañosa. Las comunicaciones publicitarias deberán ser identificables con claridad como tales.*

*3. A los clientes, incluidos los clientes potenciales, se les proporcionará, de manera comprensible, información adecuada sobre:*

- a) La entidad y los servicios que presta;
  - b) Los instrumentos financieros y las estrategias de inversión, y
  - c) Los centros de ejecución de órdenes y los gastos y costes asociados.
4. La información a la que se refiere el apartado anterior permitirá a los clientes, incluidos los clientes potenciales, comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa.
5. La información a la que se refiere el apartado 3 podrá facilitarse en un formato normalizado.
6. A los efectos previstos en este capítulo se considerará cliente potencial a aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes.”) y en el **art. 66 del RD. 217/2008** sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión (“A los clientes minoristas, incluidos los potenciales, deberá proporcionárseles la siguiente información:
- a) El precio total que el cliente ha de pagar por el instrumento financiero, el servicio de inversión o el servicio auxiliar, incluyendo todos los honorarios, comisiones, costes y gastos asociados, y todos los impuestos a liquidar a través de la empresa de servicios de inversión. Cuando no pueda indicarse un precio exacto se deberá comunicar la base de cálculo del precio total para que el cliente pueda verificarlo.
- En cualquier caso, las comisiones cobradas por la empresa se consignarán por separado en cada caso.
- b) Cuando una parte del precio total deba pagarse en una divisa distinta del euro, deberá indicarse la divisa en cuestión y el contravalor y costes aplicables.
  - c) Una advertencia de la posibilidad de que surjan otros costes para el cliente, incluido el pago de impuestos, como consecuencia de transacciones vinculadas al instrumento financiero o al servicio en cuestión y que no se paguen a través de la empresa de servicios de inversión ni sean estipulados por ella.
  - d) Las modalidades de pago así como cualquier otra cuestión que directa o indirectamente repercuta sobre el precio a pagar por el instrumento financiero o el servicio en cuestión.”) (se recoge la redacción de los preceptos citados vigente a fecha de autos).

Esta realidad jurídica – obligación de informar de todos los gastos y costes asociados a la transacción - no se ve afectada en su existencia porque se profundizase en un mayor detalle en la Directiva MiFID II (DIRECTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE) y en la normativa PRIIP (Reglamento 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros y su Reglamento Delegado (UE) 2017/653 de la Comisión, de 8 de marzo de 2017) detallando la forma en que debía informarse de sus componentes.

Precisamente el **Dictamen de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, “Structured Retail Products- Good practices for products governance arrangements”, de 27 de marzo de 2014**, permite concluir que los costes de transacción, costes derivados de llevar a cabo una transacción en el mercado, deben excluirse de la determinación del “valor razonable”:

“It is a good practice for the value to be established by using standards generally recognised and accepted in the market. For example, the value of the SRP could be established according to IFRS 13, which refers to the concept of “fair value” which is defined as “the price that would be received to sell an asset or to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date.” This notion of fair value or exit price is based on the assumption that the elements to be measured are done so in their highest and best use (...) **Under IFRS transaction costs are considered as entity specific and are excluded in determining the fair value of an asset**” (en lo que interesa: “los costes de transacción se consideran específicos de la entidad y se excluyen en la determinación del valor razonable de un activo”)

5.4 En cuanto a si estamos o no ante un coste de transacción, la Normativa Internacional de Información Financiera 13 (NIIF 13 o IFRS 13) reafirma la diferencia entre valor razonable y costes de transacción, ofreciendo las notas definitorias de estos últimos:

*“24 El valor razonable es el precio que se recibiría por la venta de un activo o se pagaría para transferir un pasivo en una transacción ordenada en el mercado principal (o en el más ventajoso) en la fecha de valoración bajo las condiciones de mercado actuales (es decir, un precio de salida) con independencia de si el precio es observable directamente o se estima mediante otra técnica de valoración.*

*25 El precio en el mercado principal (o el más ventajoso) empleado para valorar el valor razonable del activo o pasivo no debe ajustarse en función de los costes de transacción. Los costes de transacción deben contabilizarse de conformidad con otras NIIF. Los costes de transacción no constituyen una característica de un activo o pasivo, sino que son específicos a una transacción y variarán en función de cómo efectúe la entidad la transacción con el activo o pasivo.*

*(...)*

*Apéndice A Definiciones de términos*

*(...)*

*Valor razonable El precio que se recibiría por la venta de un activo o se pagaría para transferir un pasivo mediante una transacción ordenada entre participantes en el mercado en la fecha de valoración.*

*(...)*

*Costes de transacción Los costes de venta de un activo o de transferencia de un pasivo en el mercado principal (o en el más ventajoso) para el activo o el pasivo que son directamente atribuibles a la enajenación o disposición por otra vía del activo o a la transferencia del pasivo y cumplen los dos criterios siguientes:*

*(a) Son el resultado directo de la transacción y son esenciales para la misma*

*(b) La entidad no habría incurrido en ellos si no hubiera tomado la decisión de vender el activo o de transferir el pasivo (similar a los costes de venta, conforme se definen en la NIIF 5).”*

Es evidente que ese denominado “diferencial” (costes de salida) en su operativa, forma parte del precio pagado al cliente, es resultado directo de la transacción de recompra de los bonos estructurados y su posterior cancelación (de ahí que no valga con la información que se daba otra documentación no incorporada a la transacción de la que directamente van a derivar, en este caso el folleto informativo del producto estructurado, que los comprendía bajo la denominación de “unwind costs” y no se habría incurrido en los mismos si no se hubiese tomado la decisión de su compra o venta (estos costes implícitos – aquéllos en los que incurre el emisor como consecuencia de la recompra y cancelación del bono estructurado- deben considerarse como “transaccion costs”).

Este “diferencial”, no forma parte del valor razonable cualquiera que sea este (de ahí lo inane del debate centrado en la forma de cálculo del éste y de las imprecisiones de la normativa por entonces vigente al respecto de la metodología de tal cálculo) ni su concreta naturaleza como coste de transacción se ve encubierta por su denominación como “diferencial” ni por ser un “coste implícito”.

5.5 En aras a la transparencia y protección del cliente, la información que se suministra al inversor debe distinguir claramente que parte del precio pagado es el “valor razonable” del producto y que parte no lo es - comisiones, márgenes de beneficio, costes explícitos o implícitos – sin que la primera parte del precio pagado pueda calcularse integrando todo o parte de la segunda.

El “valor razonable” es independiente de los costes, comisiones y gastos adicionales, de los que debe informarse de forma separada, previa y clara.

De las normas vigentes, de las recomendaciones de la Autoridad Europea de Valores y Mercados y de la propia CNMV era patente que el “valor razonable” era independiente de los costes, comisiones y gastos adicionales en los que incurriesen los clientes en la comercialización y de los que debía informarse de forma separada lo cual permitiría a los clientes adquirir conciencia del valor real y del riesgo asociado al producto.

Evidentemente, de cara a formar un criterio razonado de inversión es determinante saber si estos conceptos que se van a repercutir en el cliente dentro del precio pagado, que no aportan ningún valor para el inversor y que no influyen en los pagos que realizará el producto, existen, cuales son y su cuantía/porcentaje, lo que no se hacía en el caso de autos en relación a esos los costes implícitos vinculados con la transacción y que eran consecuencia de la cancelación del producto - costes de salida, coste o penalización aplicables por salida anticipada - en la recompra a los clientes de bonos estructurados propios.

Así, los clientes no obtuvieron toda la información precisa en el momento de decidir sus inversiones con el consiguiente riesgo (potencialidad) de perjuicio para sus intereses.

**5.6** El hecho de que se comercializasen bonos estructurados con otras entidades siguiendo el mismo criterio para la determinación del precio (24 operaciones con la misma metodología de precios con instituciones independientes: siete entidades bancarias, una ESI y dos gestoras de IIC), no desvirtúa en ningún caso el incumplimiento objeto de sanción: deber de informar a los clientes sobre todos los costes y gastos asociados a la transacción, entre ellos los costes de salida de un producto estructurado que se recompra y va a ser objeto de cancelación.

## **6.- CULPABILIDAD**

La recurrente reincide en afirmar que la conducta, en el momento de su comisión, no era típica pues no estaban concretados los criterios sobre el concepto de “valor razonable” (se argumenta que la Directiva MiFID I, sólo se refería de forma genérica al concepto “valor razonable” como precio de transacción en el mercado entre partes independientes, sin referirse a los elementos que componían el cálculo y la metodología para efectuar el mismo) y que obró de buena fe en las dudas suscitadas por la normativa aplicable y en una interpretación razonable de la norma.

Reiteramos lo ya dicho en el FJ antecedente, significando que a tenor de la normativa vigente quedaba patente que no formaban parte del valor razonable, cualquiera que fuera la forma de calcularse el mismo, los costes de transacción entre los que debe considerarse el cuestionado conforme a la normativa vigente y que, la entidad recurrente, sujeto activo en cuanto a prestador de servicios de inversión, difícilmente puede reivindicar confianza legítima sobre la base del principio rector recogido en el apartado 5.1 de la presente, tratándose de una muy cualificada empresa proveedora de servicios de inversión y dado lo objetivo y evidente de la situación de conflicto de intereses generada por la recompra de los productos estructurados del grupo colocados en clientes que iba a realizarse por una entidad del propio grupo con unos costes implícitos como los costes de salida - penalización aplicables por salida anticipada - que no fueron informados y que se aplicaban dentro del precio pagado.

## **7.- PROPORCIONALIDAD**

**7.1** La resolución aplica la redacción del **art. 302 del TRLMV** vigente en el momento de producirse los hechos al entender que las cuantías aplicables con base a dicho precepto para las infracciones muy graves, beneficiarían a la recurrente (cuestión no debatida):

"Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

**1. Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cantidades:**

- el **quíntuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción,**
- **el 5 por ciento de los recursos propios de la entidad infractora,**
- **el 5 por ciento de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o**
- **600.000 euros.**

(...)

2. Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a cinco años.

3. Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial o del sistema multilateral de negociación correspondiente por un plazo no superior a cinco años.

4. Exclusión de la negociación de un instrumento financiero en un mercado secundario o en un sistema multilateral de negociación."

5. Revocación de la autorización cuando se trate de empresas de servicios de inversión, Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública o de otras entidades inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Si se trata de empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, esta sanción de revocación se entenderá sustituida por la prohibición de que inicie nuevas operaciones en el territorio español (...)."

7.2 A los efectos de la concreta sanción impuesta, la resolución sancionadora consideró que:

"(...) teniendo en cuenta los criterios establecidos, vendría determinado para el presente caso por el 5% de los recursos propios de DB SAE para el ejercicio cerrado inmediatamente anterior al de cometerse la infracción -2016- que, de acuerdo con la información obrante en el Informe razonado, ascendía a 1.204 millones de euros, resultando el 5% un importe de 60 millones 200 mil euros, como límite de la multa a imponer, al ser el mayor de los importes de los que se expresan en la Ley. No se ha podido determinar el beneficio obtenido por la Entidad como consecuencia de la aplicación de los márgenes en las operaciones de venta de los bonos estructurados, pues como se señala en el escrito de respuestas a las preguntas formuladas por el Comité Ejecutivo de la CNMV, de fecha 30 de abril de 2019, "las actuaciones realizadas por el DSEE no permiten considerar completamente probado o acreditado que una parte de los diferenciales soportados por los clientes en sus operaciones de venta corresponda a ganancias obtenidas (o mejor, calculadas o estimadas a priori por el grupo DB) (...)" .

La administración no aplica ninguna circunstancia con carácter atenuante y tiene en consideración, a efectos agravatorios, la circunstancia prevista en el art. 310.1.d) del TRLMV, gravedad y persistencia temporal del peligro ocasionado o del perjuicio causado, cuya aplicación se argumenta sobre la base de:

"De un lado, existieron unos diferenciales sobre el valor razonable de los instrumentos aplicados por el contribuidor, además del margen fijado por la Entidad, que no fueron debidamente informados al cliente, tal y como ha quedado demostrado en fundamentos anteriores, cosa distinta es a cuánto ascendieron, como analizaremos a continuación, y de otro, la aplicación de estos diferenciales sin informar a los inversores se produjo de forma continuada desde el año 2013 hasta 2017"

Es por ello que, al margen e independientemente de si han existido o no perjuicios para los clientes y de su concreta cuantía, a lo que posteriormente nos referiremos, la aplicación de dicha circunstancia como agravatoria tiene su justificación en la innegable y excesiva persistencia temporal del incumplimiento sancionado.

Ha de tenerse presente que unos hechos por sí mismos pueden ser determinantes de una infracción muy grave, como es el caso de autos atendiendo que no se presentan como ocasionales

o aislados, y, además, dentro de esta especial gravedad, ser merecedores de un especial reproche sancionador dada la entidad de la gravedad sin que ello suponga que la conducta omisiva se tome en consideración tanto para afirmar la infracción como muy grave como para agravarla (el propio art. 67 del CP impide considerar como circunstancias agravantes o atenuantes las que la Ley haya tenido en cuenta al describir o sancionar una infracción, ni a las que sean de tal manera inherentes al delito que sin la concurrencia de ellas no podría cometerse) y al respecto no es baladí recalcar el amplísimo lapsus temporal durante el que se mantuvo la actividad infractora y que determina no solo que no estemos ante algo aislado u ocasional sino también ante algo especialmente grave dentro de lo que es una infracción muy grave.

En todo caso esta circunstancia reivindicada como agravatoria no ha tenido una especial y concreta repercusión en la efectiva graduación de la sanción impuesta visto el importe de la misma, que incluso la lleva, en su materialidad, dentro del mínimo de las infracciones graves pese a ser, de partida, una infracción muy grave. Por tanto su no apreciación no tendría consecuencias materiales en la multa impuesta.

**7.3** La resolución está motivada en el concreto de la sanción impuesta, y, dado el límite máximo al que conducía el art. 302 del TRLMV, en su redacción original, para las infracciones muy graves (la multa a imponer no podría exceder de 60.200.000 €), es evidente que la multa finalmente impuesta, multa de 3.000.000 €, se encuentra dentro del tercio inferior y viene a constituir un grado mínimo dentro de tal tercio (téngase en cuenta que estamos ante una infracción muy grave y que, conforme la normativa entonces vigente, el límite máximo para las infracciones graves, de menor entidad/gravedad que la aquí enjuiciada, hubiera llevado al 2% de los recursos propios de la entidad infractora, por lo que la multa finalmente impuesta incluso estaría también dentro del tercio inferior si estuviéramos hablando de una infracción grave).

**7.4** En cuanto a los perjuicios causados, una cosa es que tal y como determina el artículo 310.1 del TRLMV, la sanción pueda graduarse atendiendo “d) La gravedad y persistencia temporal del peligro ocasionado o del perjuicio causado” y otra que la multa tenga que ser, en su cálculo, proporcional matemáticamente a la cuantía de los perjuicios causados.

La resolución sancionadora (pág. 53 y ss) viene a reflejar como se llega al cálculo estimado del diferencial soportado por los clientes que no ha sido debidamente informado:

*“Pues bien, inicialmente, en el Informe razonado del DSEE se estimó que el diferencial soportado por los clientes de DB SAE ascendía a 10,5 millones de euros diferenciando tres situaciones. En la situación 1 -correspondiente a situaciones en las que la Entidad no reconoció la existencia de recomendaciones-, se calcularon 6,7 millones de euros; en la situación 2 -correspondiente a los casos en los que la Entidad reconocía recomendaciones de venta pero no vinculadas a un canje-, se calcularon 0,9 millones de euros y; en la situación 3 -correspondiente a los casos en que la Entidad reconocía la recomendaciones de canje-el DSEE estimó 2,9 millones de euros.*

*Posteriormente, tras las preguntas formuladas por el Comité Ejecutivo de la CNMV al DSEE, éste, en su Informe de 30 de abril de 2019, señaló, que de haberse utilizado en las valoraciones los criterios propuestos por DB AG para todas las emisiones analizadas excepto para tres en las que ese valor se desvía del calculado por la CNMV y no se consideran razonables ciertos aspectos aplicados por el emisor, la estimación del diferencial soportado por los clientes habría sido 7,8 millones de euros.*

*Por su parte, DB SAE, apoyado en un Informe aportado por la entidad SOLVENTIS de fecha 2 de septiembre de 2019, considera que el mismo cálculo que entiende que ha realizado la CNMV, sin extrapolaciones a tres días, es decir, valorando todos los días en los que se realizaron operaciones en el periodo 2013-2017, se reduciría a 4,84 millones de euros, debiendo reducirse, además, dicha cifra, al quedar fuera del alcance analizado las operaciones en las que los bonos fueron comprados por otros clientes y no por DB AG, lo que supondría una estimación final de 4 millones de euros.*

Pues bien, a la vista de las divergencias existentes entre las cifras arrojadas, en fase de periodo de prueba, se solicitó por los Instructores del procedimiento el análisis técnico por parte del DSEE de la nueva re-evaluación aportada por DB SAE que habría realizado SOLVENTIS y que reducía la estimación del diferencial de los 10,5 millones de euros, iniciales, o los 7,8 millones de euros ajustados después, a 4,8 millones de euros, y finalmente, a los 4 millones de euros.

El Informe técnico evacuado por el DSEE señala, en primer lugar, respecto del Informe de SOLVENTIS, que antes de proceder a realizar un nuevo cálculo sin extrapolaciones para verificar que los criterios habían sido adecuadamente utilizados por SOLVENTIS, se obtuvieron estimaciones para las tres fechas previamente seleccionadas, las cuales, siendo revisadas con detalle, permitían observar fácilmente que, si bien el total era similar, existían diferencias significativas en el diferencial promedio utilizado por SOLVENTIS y por la CNMV, para las distintas emisiones, por lo que concluye el DSEE que SOLVENTIS no estaría utilizando para realizar los cálculos sin extrapolación los mismos criterios que la CNMV.

Asimismo, el Informe técnico señala “de hecho, se ha procedido a revisar los valores utilizados por SOLVENTIS para cada emisión y para cada una de las 3 fechas que se tomaron como referencia en el IR, según la información de detalle aportada en respuesta al requerimiento que se ha realizado a SOLVENTIS de conformidad con el apartado 5 de la Providencia de Prueba de 21 de noviembre de 2019 y se ha comprobado que no coinciden con el valor que considera la CNMV para realizar su cálculo ajustado. Además resulta relevante recordar que para la mayor parte de las emisiones, el valor que considera la CNMV coincide con el “theoretical mid” o “clean mid” que calcula el emisor, es decir, que el cálculo que realiza SOLVENTIS tampoco coincide con el valor teórico que calcula el emisor. (...) No se puede concluir por tanto que si se utilizan los criterios de la CNMV sin extrapolar, el diferencial estimado por la CNMV pasaría de 7,86 millones de € a 4,82 millones de € como indica SOLVENTIS”.

Por su parte, el Informe técnico emitido por la Unidad de Valoración de la CNMV también hace referencia a la metodología utilizada por SOLVENTIS y concluye que no se incluye información suficientemente detallada sobre los datos de mercado, modelos y técnicas de estimación empleados, por lo que no resulta posible verificar la razonabilidad de sus resultados intermedios. Dicho esto, según la citada Unidad, la metodología empleada por SOLVENTIS no resulta aceptable, ya que incluye de forma implícita los costes repercutidos al inversor en el cálculo del valor razonable, en vez de desglosarlos como tales. Adicionalmente, a la vista de la información presentada, SOLVENTIS ha variado su metodología de cálculo entre la valoración realizada en el periodo de inspección y la valoración realizada en el periodo de alegaciones, como se evidencia por las diferencias de valoración detectadas para el mismo instrumento y misma fecha en los documentos remitidos por SOLVENTIS.

Asimismo, el citado Informe señala que “la variación de metodología de SOLVENTIS parece obedecer a su intención de aplicar los mismos criterios de cálculo que los empleados por la CNMV, según lo expresado en el documento 1 anexo al escrito de alegaciones. No obstante, los precios obtenidos por SOLVENTIS con esta nueva metodología difieren de los calculados por la CNMV. Este hecho se puede comprobar en los resultados recogidos en el cuadro 4 del documento 1 anexo al escrito de alegaciones (comparando ISIN a ISIN), donde existen diferencias notables, pese a que la suma de los importes coincide de forma aproximada. Resulta destacable que tampoco existe coincidencia entre los precios obtenidos por SOLVENTIS conforme a esta nueva metodología y los precios mid (antes de costes de salida) calculados por Deutsche Bank Londres, que sí coinciden con el valor razonable estimado por la CNMV para la mayoría de las referencias valoradas”.

A la vista de lo señalado en dichos Informes, a los cuales tuvo acceso la entidad expedientada una vez finalizado el periodo de prueba practicado, DB SAE presentó un escrito complementario de alegaciones aportando un nuevo Informe de SOLVENTIS, de fecha 18 de febrero de 2020, en el que señalaba que “las diferencias entre los precios que aportamos en el periodo de diligencias y en el de las alegaciones, tal y como recogimos en la citada carta de respuesta de 2/09/2019, no deberían sugerir que haya existido un cambio de criterio por nuestra parte. Nuestro objetivo fue el de ampliar la información disponible, ampliando el rango temporal de la muestra de fechas, utilizando para ello los criterios de valoración indicados por la CNMV en sus escritos para la determinación del valor razonable”. Así, señala DB SAE que, dado que el DSEE rechaza los cálculos realizados por SOLVENTIS y no aporta un cálculo más preciso, y encontrándonos en un procedimiento sancionador, deberá realizarse más prueba

documental en la que se solicite a la Unidad de Valoración de la CNMV o al DSEE que realicen un nuevo cálculo teniendo en cuenta los precios de todos los días del periodo, o bien que se encargue a un tercero independiente designado por los Instructores, para que realicen dicho cálculo incluyendo todos los días del periodo.

Pues bien, una vez valorados los Informes técnicos aportados por los diferentes Departamentos de la CNMV que han intervenido en el periodo de prueba a petición de los Instructores, así como lo aportado por la Entidad en su escrito complementario de alegaciones de 24 de febrero de 2020, se alcanzan las siguientes conclusiones respecto de la estimación del diferencial soportado por los clientes de DB SAE en las ventas de bonos estructurados emitidos por su propio Grupo:

i) De todo lo actuado resulta acreditada la existencia de un perjuicio para los clientes a los que DB SAE les comercializó bonos estructurados emitidos por su propio Grupo, al existir un diferencial respecto del valor razonable que no fue informado a los clientes de forma clara y precisa.

ii) La discrepancia surge en cuanto a la estimación o cálculo realizado respecto de dicho impacto, al determinar el DSEE que podría ascender a 7,8 millones –si se acepta el criterio de DB AG- o 10,5 millones de no ser así, y sin embargo, DB SAE lo estima en 4,8 millones, para rebajarlo, después a 4 millones.

iii) En el marco del periodo de prueba practicado, los Instructores del procedimiento solicitaron determinada información a la expedientada acerca de la estimación realizada por su valorador al objeto de que los Departamentos correspondientes de la CNMV realizasen un análisis técnico del mismo, y así poder determinar si los cálculos aportados por DB SAE podían ser correctos y desvirtuar los aportados inicialmente en el Informe razonado del DSEE. No obstante, el resultado de la prueba practicada no permite concluir cuál de las estimaciones que estamos manejando podría ser considerada la más certera.

iv) Dicho esto, y dado que el procedimiento en el que nos encontramos, por su carácter sancionador, debe ser del todo garantista para con el expedientado, se debe valorar el hecho de que el cálculo alternativo presentando por la Entidad podría ser más preciso porque la estimación se basa en un cálculo más completo y sin extrapolación al realizado por el DSEE. El cálculo completo realizado día a día presentaría mayores garantías en cuanto a precisión de la estimación. Es cierto que el cálculo realizado por el DSEE se determina sobre una referencia reducida a tres fechas lo que reduce su representatividad. Es por ello que, a efectos de manejar una posible estimación del diferencial soportado por los clientes de la Entidad, se tendrá en cuenta la realizada por DB SAE, como criterio de máxima garantía para el expedientado, esto es, la cifra de 4,8 millones de euros, si bien, dicha cifra no ha podido ser confirmada como correcta por parte del DSEE, ni por la Unidad de Valoración de la CNMV, a pesar de que la Entidad haya señalado que se ha llevado a cabo con los criterios que fueron utilizados por el Supervisor.

v) Por otro lado, no resultaría aceptable la reducción que DB SAE señala en sus alegaciones de 4,8 millones a 4 millones de euros, al considerar que quedan fuera del alcance de las operaciones analizadas aquellas en las que los bonos fueron comprados por otros clientes y no por DB AG.

Tal y como se determinó en Hechos Probados, en las operaciones de venta de clientes, la Entidad actuaba, en su mayoría, como contrapartida y a su vez vendía a DB AG la posición adquirida, salvo en algunos casos –estos son a los que se refiere la Entidad para considerar necesaria la reducción de la estimación- en los que el correspondiente instrumento financiero era comprado por otro cliente minorista.

Pues bien, en estos casos, si bien la interposición de la Entidad entre dos órdenes de sentido contrario se fundamenta, según la expedientada, en una intervención técnica o instrumental para proteger el anonimato de los clientes, sin embargo, dar contrapartida al cliente vendedor tiene un alcance económico para el cliente y para la Entidad que va más allá del carácter formal que la Entidad otorga a la intervención que tiene en este tipo de operaciones. De hecho, el alcance económico es igual de costoso para el cliente pero más beneficioso para la Entidad que

el que concurre en las operaciones de recompra por parte de DB AG, ya que genera una serie de comisiones a favor de la Entidad, un diferencial a favor del emisor (bid-mid) y, además y esto es lo relevante, incluye o incorpora al precio de la recompra los mismos costes de salida que en el resto de las operaciones de recompra en las que participa DB AG; cuando realmente estos costes de salida no se generan, al tratarse de una operación de compraventa entre clientes que no deshacen posiciones por parte del emisor, y por lo tanto, no hay salida que genere dichos costes. Es por esta razón que en este tipo de operaciones que ahora analizamos también existiría un conflicto de interés entre la Entidad y el cliente debido a que la recompra que se realiza parte de la base de que dentro del precio de la misma se incluyen unos costes que no se generan con la operación, pero que se cobran al cliente y que, consecuentemente, se transforman en un diferencial adicional soportado por el mismo que le debería haber sido informado. En estas operaciones, además, resulta evidente que el valor razonable de los instrumentos no puede incorporar los costes de salida, puesto que, si la operación no genera dichos costes no deberían incorporarse éstos al valor razonable de los mismos, ni tampoco tendrían justificación alguna, estableciéndose, así, un diferencial que debería haber sido informado a los clientes afectados."

Si bien inicialmente los perjuicios fueron estimados en 10,5 millones y se vieron reducidos en su estimación, fijándose en 4,8 millones, ello no implica que la multa de la que se partía en la propuesta hubiera de ser minorada en la resolución sancionadora en un 50% (el argumento de la parte se centra en que si la estimación del perjuicio se ha reducido en más del 50% -pasando de 10,5 millones a 4,8 millones-, la multa no puede verse reducida solo un 25% -de 4 millones que se proponían en el Acuerdo de Incoación a 3 millones que se proponen en la Propuesta de Resolución formulada por los Instructores y que se recoge en la resolución sancionadora confirmada en alzada).

Unos perjuicios de 4,8 millones de euros son por sí relevantes, pudiendo justificar una agravación y, pese a ello, la multa impuesta al caso lo es, incluso, en cuantía inferior a los mismos (37,5% menos) cuando uno de los principios rectores de la proporcionalidad que recoge el art. 29 de la LRJSP 49/2015 es el de la función disuasoria ya que "2. 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."

7.5 En cuanto a la cuestionada existencia de perjuicio para los clientes, una cosa es que el perjuicio en su cálculo se construya sobre estimaciones y otra es que sea meramente hipotético en cuanto a su existencia y la relevancia de su cuantía, partiendo de lo indebido de que el cliente dentro del precio vea incluido un coste implícito no informado.

Ya hemos visto que finalmente se viene a acoger el "cálculo alternativo presentando por la Entidad podría ser más preciso porque la estimación se basa en un cálculo más completo y sin extrapolación al realizado por el DSEE" y del cálculo completo, realizado día a día, que "presentaría mayores garantías en cuanto a precisión de la estimación" viene a resultar la cifra de 4,8 millones de euros y sin que se puedan descontar, para su estimación, las operaciones en las que el instrumento financiero era comprado por otro cliente minorista pues el alcance económico es igual de costoso para el cliente pero más beneficioso para la Entidad "ya que genera una serie de comisiones a favor de la Entidad, un diferencial a favor del emisor (bid-mid) y, además y esto es lo relevante, incluye o incorpora al precio de la recompra los mismos costes de salida que en el resto de las operaciones de recompra en las que participa DB AG; cuando realmente estos costes de salida no se generan, al tratarse de una operación de compraventa entre clientes que no deshacen posiciones por parte del emisor, y por lo tanto, no hay salida que genere dichos costes."

7.6 En el marco del art. 310.1 j) del TRLMV ("La colaboración con la Comisión Nacional del Mercado de Valores, siempre que la persona física o jurídica haya aportado elementos o datos relevantes para el

*esclarecimiento de los hechos investigados, sin perjuicio de la necesidad de garantizar la restitución de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas por la misma") el cumplimiento de un deber legal de colaboración con el regulador no puede configurarse como atenuante.*

La aportación de datos ha sido como respuesta a requerimientos a la entidad y alegaciones dentro del procedimiento sancionador. Existe un deber de base de colaboración con la actividad investigadora ex art. 236 de la TRLMV, sobre la premisa de que el recurrente está sometido a la supervisión y control de la CNMV ex art. 233.1 del TRLMV, colaboración que de no hacerse hubiera sido constitutiva, per se, de infracción leve ex art. 300 del TRLMV y no puede atenderse, a efectos atenuatorios por colaboración significativa en esclarecimiento de los hechos objeto de inspección, a las meras manifestaciones y aportación de documental efectuada en su descargo y que responden exclusivamente a su derecho de defensa. De estimarse lo contrario, esta circunstancia atenuante sería aplicable siempre que las entidades, en cumplimiento de un deber legal, respondiesen a los requerimientos de información en observancia a esos poderes de supervisión e inspección.

## **8.- COSTAS**

De conformidad con el art. 139-1 de la LRJCA de 13 de julio de 1998, en la redacción posterior a la reforma operada por la Ley 37/2011 de 10 de octubre, en materia de costas rige el principio del vencimiento de tal manera que las costas se impondrán a la parte (de ser varios, en partes iguales), que haya visto rechazadas todas sus pretensiones sin que sea apreciar que el caso presentara serias dudas de hecho o de derecho, sin limitación de cuantía, y sin perjuicio de supeditar este pronunciamiento sobre costas a los efectos derivados de la condición de beneficiaria/o/s de la asistencia jurídica gratuita si es que se hubiera solicitado y obtenido teniendo en cuenta lo preceptuado en los arts. 394.3 Ley de Enjuiciamiento Civil y 36.2 de la Ley 1/1996 de Asistencia Jurídica Gratuita

## **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 **DEUTSCHE BANK** contra la resolución del Ministerio de Economía a que las presentes actuaciones se contraen, y **confirmar** la resolución impugnada por su **conformidad** a Derecho.

Con imposición de costas al/los recurrente/s en los términos que resultan del último fundamento jurídico de la presente.

Atendiendo a la reforma operada por la Ley Orgánica 7/2015, de 21 de julio, la presente es susceptible de RECURSO DE CASACIÓN que habrá de prepararse ante esta Sala en el plazo de TREINTA DÍAS a contar desde el siguiente al de la notificación y que podrá ser admitido a trámite si presenta interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia en los términos que se determinan en el art. 88 de la LJCA, lo que habrá de fundamentarse específicamente, con singular referencia al caso, en el escrito de preparación que, además, deberá cumplir con los requisitos que al efecto marca el art. 89 de la LJCA y cumplir con las especificaciones que al afecto se recogen en el Acuerdo de 19 de mayo de 2016, del Consejo General del Poder Judicial, por el que se publica el Acuerdo de 20 de abril de 2016, de la Sala de Gobierno del Tribunal Supremo, sobre la extensión máxima y otras condiciones extrínsecas de los escritos procesales referidos al Recurso de Casación ante la Sala Tercera del Tribunal Supremo (BOE 6-7-2016).

Con la notificación de la presente se le participa que el TS ha acordado (AUTO 1- 3-2017) que, con arreglo a la previsión contenida en el artículo 89.2.c) LJCA, en supuestos de incongruencia omisiva de la sentencia que se pretende combatir, los recurrentes en casación, como presupuesto de procedibilidad, y antes de promover el recurso han de intentar la subsanación de la falta por el trámite de los artículos 267-5 LOPJ y 215-2 LEC. En caso contrario el recurso podrá ser inadmitido en ese concreto motivo.

Al notificarse la presente sentencia se hará la indicación de recursos que previene el art. 248.4 de la ley orgánica 6/1985, de 1 de junio del Poder Judicial.

Así por esta nuestra sentencia, testimonio de la cual será remitido en su momento a la oficina de origen a los efectos legales, junto con el expediente administrativo, en su caso, lo pronunciamos, mandamos y firmamos.