

**SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 2 DE NOVIEMBRE DE  
2017**

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

**Recurso nº:** 807/2016  
**Ponente:** Dª. Isabel García García-Blanco  
**Acto impugnado:** Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 29 de julio de 2016, que confirma en alzada Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de octubre de 2015  
**Fallo:** Desestimatorio

Madrid, a dos de noviembre de dos mil diecisiete.

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 807/2016**, se tramita a instancia de **JB CAPITAL MARKETS, S.V., SAU**, representado por el Procurador D. J.V.R., y asistido por el Letrado D. J.R.L., contra Resolución del Subsecretario de Economía y Competitividad, por delegación del Ministro de Economía y Competitividad (Nº RA. 732.15), de 29-7-2016 por la que se desestimaba el recurso de alzada interpuesto contra la Resolución del Consejo de la CNMV de 28-10-2015, por la que se resolvió el expediente sancionador incoado al recurrente 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 7/10/2016 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. con los documentos que lo acompañan, lo admita y, en su virtud, tenga por formulada demanda contra la Comisión Nacional del Mercado de Valores; dé a los autos el curso señalado por la ley y, previo recibimiento del pleito a prueba y ulterior práctica de las diligencias probatorias que resulten pertinentes dicte en su día, sentencia por la que, estimando íntegramente el recurso, declare contrario a Derecho y, en consecuencia, deje sin efecto el acto administrativo impugnado ordenando restituir las cosas a su ser y estado primitivo por concurrir los supuesto de nulidad y anulabilidad mencionados en el cuerpo de la demanda. Y todo ello, con expresa imposición de costas a la parte demandada."*

**2.-** De la demanda se dió 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 se tenga por presentado este escrito con sus copias y devolución de los Autos entregados y, previos los trámites legales, se dicte sentencia por la que se desestime el presente recurso, confirmando íntegramente la resolución impugnada por ser la misma conforme a Derecho. Con expresa imposición de costas a la parte recurrente."*

**3.-** Solicitado el recibimiento a prueba del recurso, la Sala dictó Auto de fecha 15 de marzo de 2017 acordando el recibimiento a prueba, habiéndose practicado la propuesta y admitida con el resultado obrante en autos.

Siendo el siguiente trámite el de Conclusiones, a través del cual, las partes, por su orden, concretaron sus posiciones y reiteraron sus respectivas pretensiones. Por providencia de 24 de octubre de 2017 se hizo señalamiento para votación y fallo el día 31 de octubre de 2017, en que efectivamente se deliberó y votó.

4.- En el presente recurso contencioso-administrativo no se han quebrantado las forma 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.- En el presente recurso se impugna la resolución del Subsecretario de Economía y Competitividad, por delegación del Ministro de Economía y Competitividad (Nº RA. 732.15), de 29-7-2016 por la que se desestimaba el recurso de alzada interpuesto contra la Resolución del Consejo de la CNMV de 28-10-2015, por la que se resolvió el expediente sancionador incoado al recurrente, acordando:

*"Imponer a JB CAPITAL MARKETS,- S.V., S.A. por la comisión de una Infracción grave tipificada en el artículo 100, letra x) ter, en relación con el artículo 63.2, ambos de la Ley 24/1988, de 26 de julio, del Mercado de Valores, por la difusión de dos recomendaciones, en los años 2013 y 2014, sobre las sociedades CIE Automotive, S.A. y Sacyr. Vallehermoso, S.A., respectivamente, sin dejar constancia de las vinculaciones, intereses y conflictos de intereses mantenidos con estas sociedades, una MULTA por importe de 25.000 euros (VEINTICINCO MIL EUROS)"*

La sanción se impone sobre la base de dos Informes de análisis o recomendaciones, de fechas 26-6-2013 y 26-1-2014, publicadas o difundidas por JB Capital, empresa de servicios de inversión, en relación con las sociedades CIE y Sacyr, respectivamente, sin mencionar las vinculaciones, intereses o conflictos de interés con estas sociedades cotizadas mantenidos por su parte o por una entidad de su grupo, a la fecha de aquellas.

En concreto, respecto a la recomendación de CIE, no incorporó que había recibido el día anterior un mandato del accionista de esta sociedad cotizada, Portobello Capital, SL, para la búsqueda de compradores de 4,99 millones de acciones y, respecto a la recomendación sobre Sacyr, no incorporó que LOGOS International SICAVFIS, sociedad del grupo de JB Capital, tenía entonces una posición de 4.750.000 nominales conformada por 95 bonos convertibles de esta sociedad cotizada y que habían sido adquiridos mediante operaciones realizadas entre el 14-3-2012 y el 4-3-2013 por importe de 3.113.245 €.

Sobre la base de no haber incluido en las recomendaciones indicadas las vinculaciones antedichas, se considera que JB Capital ha vulnerado lo dispuesto en el art. artículo 83-2 de la LMV y, en consecuencia, ha cometido una infracción grave tipificada en el art. 100, letra ter, del mismo texto legal.

En los hechos probados de la resolución sancionadora se recoge lo siguiente:

*"(...) Entre la información aportada por el Departamento de Supervisión de ESI y ECA se adjuntaba un mandato de colocación de un paquete accionarial de la compañía CIE Automotive SA (CIE) otorgado por Portobello Capital, SL, accionista de CIE, a JB Capital el 25/06/13 para la búsqueda de compradores de 4,99 millones de acciones de la sociedad.*

*Además, se adjuntaba un informe de fecha 26/05/13 en el que JB Capital daba inicio a la cobertura de CIE y recomendaba su compra. En el Informe se indicaba que el precio actual de la sociedad era 5,6 euros/acción y que el precio objetivo era de 7,4 euros/acción. Dentro del apartado de 'Disclaimer' del Informe se señalaba lo siguiente:*

*This report is not an offer to buy or sell any security or to participate in any trading strategy. JB and/or its employees not involved in the preparation of this report may have investments in securities or derivatives of securities of companies mentioned in this report and may trade them in ways different from those discussed in this report.*

*JB sells to and buys from customers the equity securities of companies covered in its research reports on a principal basis.*

*JB Capital Markets may hold information that could be considered confidential or even inside information in relation with the companies covered in its research reports.'*

*Por otro lado, en el escrito del Departamento de Supervisión de ESI y ECA se informaba que con fecha 31/05/13, JB Capital había participado en la colocación de un paquete accionario de Sacyr Vallehermoso, SA (Sacyr) entre Inversores cualificados, y que el 26/01/14 JB Capital había emitido un Informe sobre Sacyr, del que se adjuntaba copia.*

*Concretamente, NCG Corporación Industrial, SLU (NCG Corporación), según se desprende de la información incluida en los hechos relevantes números 188569 y 188571, otorgó el 31/05/13 a JB Capital un mandato para la colocación de un 5,2% del capital social de Sacyr entre Inversores cualificados.*

*En el informe emitido el 26/01/14 por JB Capital sobre Sacyr, se indicaba que el precio de Sacyr era de 5,76 €/acc y que su precio objetivo era de 4,7 €/acc, manteniendo JB Capital en su informe una recomendación de compra sobre la sociedad. Dentro del apartado de 'Disclaimer' del Informe se señalaba lo siguiente:*

*This report is not an offer to buy or sell any security or to participate in any trading strategy. JB and/or its employees not involved in the preparation of this report may have investments in securities or derivatives of securities of companies mentioned in this report, and may trade them in ways different from those discussed in this report*

*JB sells to and buys from customers the equity securities of companies covered in its research reports on a principal basis.*

*JB Capital Markets may hold information that could be considered confidential or even inside information in relation with the companies covered in its research reports."*

Sobre la base de dichos hechos se hacen las siguientes consideraciones fácticas:

*"1. JB Capital no participó en los 12 meses previos a la emisión de sus Informes sobre CIE (el 26/06/13) y Sacyr (26/01/14) como entidad directora o codirectora de cualquier oferta pública de Instrumentos financieros de estos emisores.*

*JB Capital fue mandatado para la colocación de sendas participaciones accionariales en CIE y Sacyr sin que dichas colocaciones tuvieran la consideración de ofertas públicas*

de ventas según estas aparecen recogidas en el artículo 30 bis de la Ley del Mercado de Valores.

2. Adicionalmente, el mandato otorgado a JB Capital para realizar dichas colocaciones accionariales fue otorgado por una sociedad distinta del emisor, de manera que no puede considerarse que dichas colocaciones supusiesen acuerdos alcanzados con el emisor para la prestación de servicios bancarios de Inversión, sino que dichos acuerdos fueron alcanzados con terceras partes

3. No obstante lo anterior, sí que se considera que el mandato recibido por JB Capital el 75/06/13 por el accionista de CIE que desea vender su participación, Portobello Capital S.L, para colocar 4.99 millones de acciones de la sociedad supuso una circunstancia que pudo haber razonablemente puesto en peligro la objetividad de la recomendación y que, por tanto, debía haberse reflejado en el informe como un conflicto de intereses.

Es razonable suponer que JB Capital recibiese una remuneración de los clientes (sociedades vendedoras) por el cumplimiento de los mandatos de colocación de acciones, lo que supondría una situación de conflicto de intereses en la que las actuaciones de JP Capital, al elaborar los Informes, hubieran podido estar indebidamente influidas por el deseo de colocación en los términos más beneficiosos para sus clientes.

A estos efectos, hay que considerar que el informe de JB Capital se emitió al día siguiente a haber firmado el mandato de colocación con el vendedor de las acciones de CIE, por lo que el mandato estaba en vigor; que además con ese informe se inició la cobertura del valor; y que la primera recomendación que se emitió fue la de comprar, fijando un precio objetivo un 32% por encima del precio de mercado.

En concreto, el objeto del mandato de colocación específica que el mandante desea contratar a JB Capital para que realice sus mejores esfuerzos para procurar compradores para las acciones objeto de la venta. En este sentido, una alta valoración de la compañía podría ayudar a la conclusión de la colocación en términos más beneficiosos para el mandante.

El objeto de la difusión del informe podría haber venido determinado por el interés de JB Capital en lograr una mayor visibilidad del valor entre la comunidad inversora de cara a la eventual colocación del valor. Además, la fijación de un precio por encima del mercado, junto con la recomendación de compra, podría haber estado motivado por el interés en conseguir maximizar el precio de venta de dicho paquete accionarial por cuenta de su cliente poniendo de manifiesto el potencial de revalorización de los valores ofrecidos en venta.

En este sentido, cabe señalar que la colocación del paquete accionarial de CIE se realizó el 12/07/13 a un precio de 5,98 euros/acción, es decir, un 5% por encima del precio de cierre de CIE en el momento en el que se otorgó el mandato (5,695 euros el 25/06/13).

También es importante destacar que la propia JB Capital reconoce en su respuesta al requerimiento de la CNMV que el no mencionar en el informe sobre CIE la existencia del mandato otorgado por Portobello Capital S.L para la venta de acciones se "debió a un error absolutamente involuntario".

4. JB Capital también reconoce que sociedades de su grupo eran titulares de bonos convertibles emitidos por Sacyr en el momento en el que emitió su informe sobre esta sociedad el 26/01/14.

*En este sentido, dichos intereses eran relevantes al estar los bonos convertibles vinculados directamente a las acciones de la entidad que eran los Instrumentos sobre los que se emitía la recomendación, de forma que su titularidad debía haberse hecho constar en el Informe.*

*En este sentido, se considera insuficiente la inclusión en el informe de análisis de la mención a la que alude JB Capital en su respuesta al requerimiento en la que se indicaba "JB sells to and buys from customers the equity securities of companies covered in its research reports on a principal basis".*

*Esta manifestación, que parece reproducirse en todos los informes de valoración emitidos por JB Capital (se ha visto reflejada en 4 informes más) siendo un mero proforma, no informa en modo alguno de los intereses financieros que pueda tener JB Capital en las sociedades objeto de análisis ni da una idea de la relevancia de dichos intereses.*

5. En consecuencia con lo anterior, JB Capital como entidad que publica o difunde informes o recomendaciones sobre emisores de instrumentos financieros incumplió el artículo 83.2 de la Ley del Mercado de Valores.

*Además, JB Capital incumplió el artículo 12.1 del Real Decreto 1333/2005, al no haber hecho constar en su informe las circunstancias que podían poner razonablemente en peligro la objetividad de sus recomendaciones."*

**2.-** En la demanda se alega vulneración del art. 25-1 de la CE, exigencia en materia sancionadora de "lex certa", y se viene a argumentar que la Administración demandada sancionó a JB Capital Markets sin integrar el supuesto contemplado por el art. 83.2 de la LMV en relación con el artículo 100 x) ter de la misma norma, con criterios lógicos y predecibles que permitieran predecir la consecuencia jurídica de los actos "Máxime cuando...mi representada al publicar los dos informes de análisis que han dado lugar a este litigio — CTE Automotive. S.A. y SACYR. SA. respectivamente, no incurrió en ninguno de los supuestos contemplados por el artículo 13 del RDAM."

Con argumentos similares se viene a cuestionar la tipicidad de la acción sancionada alegando "que la Administración demandada no integró correctamente el artículo 83.2 de la LMV con criterios lógicos y técnicos que permitieran predecir la comisión de una infracción grave con certeza jurídica pues la Administración demandada fue más allá del propio artículo 13 del RDAM y no ofreció ningún parámetro de contraste ni de conducta suficientemente sólido con carácter ex ante", e igualmente se cuestiona la responsabilidad sobre a base de inexistencia de culpabilidad ya que se defiende que su actuación viene amparada por una interpretación razonable de los preceptos legales aplicados y, en particular, de los conceptos de "conflicto de interés relevante", "interés financiero relevante" y de la "adopción suficiente de las medidas" pues había realizado la oportuna advertencia en ambos informes de análisis tachando de conjeturas las argumentaciones de la Administración al respecto.

Por último se denuncia vulneración de la presunción de inocencia por insuficiencia de prueba de cargo.

**3.-** Comenzaremos por ver el marco jurídico en el que se desenvuelve la sanción impuesta.

El **art. 100, letra x) ter, de la LMV**, considera como infracción grave "La adopción de las medidas previstas en los artículos 81.4, 83 y 83 bis de esta ley de forma insuficiente".

El **art. 83-2 de la LMV** (actual artículo 229.3 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores RDL Real Decreto Legislativo 4/2015) establecía que:

*"... todas las entidades y grupos de entidades que realicen, **publiquen o difundan informes o recomendaciones** sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados deberán **comportarse de forma leal e imparcial, dejando constancia en lugar destacado en sus informes, publicaciones o recomendaciones de las vinculaciones relevantes, incluidas las relaciones comerciales, y de la participación estable que la entidad o el grupo mantenga o vaya a mantener con la empresa objeto del análisis, así como que el documento no constituye una oferta de venta o suscripción de valores.**"*

Haciendo una exegesis del precepto, vemos que la LMV, dentro de esa obligación general de comportamiento leal e imparcial, recoge la exigencia clara y concreta de que la recomendación revele de forma destacada las vinculaciones relevantes, que lo son – relevantes –, como veremos, en cuanto a que pudieran, razonablemente, comprometer la objetividad del análisis, y ello viene impuesto por la lógica de que ello es imprescindible para que el destinatario pueda enjuiciar dicha recomendación a socaire de los intereses que pudiera tener el analista y así relativizarla en su apariencia de objetividad y formar su voluntad inversora dentro de un marco de libertad y transparencia. La infracción no remite, como se indica en la resolución sancionadora, "a la emisión de recomendaciones erróneas, no fundadas o contrarias al posterior sentido de la cotización de los valores, sino a la no inclusión en las mismas de información debida, sin que sea preciso probar además ninguna concatenación o relación entre las causas que motivaron los conflictos de interés y las recomendaciones publicadas."

De no recogerse en las recomendaciones las vinculaciones relevantes, haciéndolo de forma clara y precisa, se estaría sustrayendo al mercado y al particular de los terceros interesados en intervenir en el mismo de la posibilidad de tomar sus decisiones de inversión con una plena información en un marco de transparencia e integridad. De ahí que, en el marco del bien jurídico protegido, el precepto se quede en el deber de informar de forma clara y precisa acerca de vinculaciones relevantes y no exija que se produzca un perjuicio efectivo para los destinatarios de las recomendaciones, ni la obtención de ganancias por parte del emisor de las mismas.

El desarrollo reglamentario de este precepto de la LMV se efectúa por el **Real Decreto 1333/2005**, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado, en particular en su Capítulo IV, art. 10 y ss, "*Presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y de los conflictos de interés*".

Con este RD se completa la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003,

sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (DAM abuso de mercado) y se trasponen: la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado; la **Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses**, y, por último, la Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, de prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas.

En el marco de la **Directiva 2003/125/CE**, en su considerando 7 se viene a señalar que: *"Los intereses propios o los conflictos de intereses de las personas que recomiendan o sugieren la estrategia de inversión pueden influir en la opinión que expresan a la hora de revelar sus recomendaciones de inversión. Con el fin de garantizar que la objetividad y credibilidad de la información pueda ser evaluada, deberán revelarse adecuadamente los intereses financieros significativos en cualquier instrumento financiero que sea objeto de la información que recomienda las estrategias de inversión, los conflictos de intereses o la relación de control con respecto al emisor al que se refiere la información, directa o indirectamente..."*, y en su art. 5, se establece, con carácter general, la obligación de informar sobre intereses y conflictos de intereses ("1. Los Estados miembros se asegurarán de que exista la normativa oportuna en vigor para garantizar que las personas pertinentes revelen todas las relaciones y circunstancias que puedan razonablemente poner en peligro la objetividad de la recomendación, en particular cuando las personas pertinentes tengan un importante interés financiero en uno o más de los instrumentos financieros objeto de la recomendación, o un importante conflicto de intereses con respecto a un emisor al que se refiera la recomendación.

*En los casos en que la persona pertinente sea una persona jurídica, este requisito se aplicará también a cualquier persona física o jurídica que trabaje para él con arreglo a un contrato de trabajo o de otra forma, encargados de elaborar la recomendación.*

2. En los casos en que la persona pertinente sea una persona jurídica, la información que deberá facilitarse con arreglo al apartado 1 incluirá, al menos, lo siguiente:

a) los intereses o conflictos de intereses de la persona jurídica o de las personas jurídicas vinculadas que sean accesibles o que pueda esperarse razonablemente que sean accesibles a las personas encargadas de la elaboración de la recomendación;

b) los intereses o conflictos de intereses de la persona jurídica o de las personas jurídicas vinculadas conocidas de las personas que, aunque no hayan participado en la elaboración de la recomendación, tuvieron o podría esperarse razonablemente que tuvieron acceso a la recomendación antes de su difusión a los clientes o al público.

3. Los Estados miembros se asegurarán de que exista la normativa oportuna en vigor para garantizar que la propia recomendación incluya la información prevista en los apartados 1 y 2. Cuando esta información sea desproporcionada en relación con la amplitud de la recomendación distribuida, bastará con hacer una referencia clara y prominente en la propia recomendación al lugar donde el público pueda obtener de manera fácil y directa esa información, como un enlace directo en Internet a dicha información con el sitio Internet

*apropiado de la persona pertinente..." ) y en el art. 6 se desarrollan las obligaciones adicionales a la establecida con carácter general.*

El **RD 1333/2005** sigue la estructura de la Directiva que traspone en cuanto a la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y los conflictos de interés (Capítulo IV art. 10 y ss), y en su art. 10, apartado 1, señala que: *"(.) se entenderá por recomendación toda información destinada al público, relacionada con uno o varios valores o instrumentos financieros o con los emisores de éstos, incluido cualquier Informe sobre el valor presente o futuro o sobre el precio de dichos instrumentos, que aconseje o sugiera una estrategia de inversión (...) se entenderá por información que aconseje o sugiera una estrategia de inversión: (a) La información elaborada por (...) una empresa de inversión (...) que, directa o indirectamente, exprese una recomendación de inversión concreta sobre un instrumento financiero o sobre un emisor"* y en su apartado 2 viene a establecer que: *"A los efectos de este real decreto, se entenderá por persona relevante aquellas personas físicas o jurídicas que elaboren o difundan recomendaciones en el ejercicio de su profesión o de la gestión de su actividad empresarial."*

El **art. 12, del RD 1333/2005** en reiteración de lo señalado en el art. 83.2 de la LMV, viene a señalar que:

*"1. Cualquier persona que elabore una recomendación definida en los términos del art. 10, hará constar todas las circunstancias que puedan razonablemente poner en peligro la objetividad de la recomendación, en particular, todos los intereses financieros relevantes en uno o más de los instrumentos financieros que constituyan el objeto de la recomendación, o los conflictos de interés relevantes con el emisor al que se refiera la recomendación.*

*2. Cuando la persona a que se refiere el apartado anterior sea una persona jurídica, la obligación referida en el apartado anterior se extenderá a cualquier persona física o jurídica que trabaje para aquella con arreglo a un contrato de trabajo o de otra forma, encargada de elaborar la recomendación.*

*Cuando la persona relevante sea una persona jurídica, la información que deberá facilitarse incluirá, al menos, los siguientes extremos:*

*a) Los intereses o conflictos de interés de la persona jurídica, o de las personas jurídicas vinculadas, que sean accesibles, o que pueda esperarse razonablemente que sean accesibles, a las personas encargadas de la elaboración de la recomendación.*

*b) Los intereses o conflictos de interés de la persona jurídica, o de las personas jurídicas vinculadas, conocidos por las personas que, aunque no hayan participado en la elaboración de la recomendación, tuvieran o podría esperarse razonablemente que tuvieran acceso a la recomendación antes de su difusión a los clientes o al público.*

*3. En el caso de que el cumplimiento de lo previsto en los apartados anteriores resulte desproporcionado en relación con la amplitud de la recomendación difundida, será suficiente la referencia en la propia recomendación al lugar donde el público pueda tener acceso fácil y directo a la información exigida como, por ejemplo, un enlace directo de Internet con dicha información en una página web de la persona relevante."*

El cumplimiento de lo dispuesto en los dos apartados anteriores, en el caso de recomendaciones no escritas, se regirá por lo dispuesto en el apartado 2 del artículo anterior.

4. Lo dispuesto en este artículo no será aplicable a los periodistas sujetos a una normativa apropiada equivalente, incluidas normas equivalentes apropiadas contenidas en sus códigos deontológicos, siempre que dicha normativa tenga efectos similares a los mencionados en este artículo."

El **art. 13 del RD 1333/2005** viene a establecer unas "**obligaciones adicionales**" relacionadas con la información sobre intereses o conflictos de interés, sin que recoja una enumeración exhaustiva de las vinculaciones relevantes que se agote en los supuestos específicamente contemplados:

*"1. **Además de las obligaciones establecidas en el artículo anterior**, cualquier recomendación elaborada por un analista independiente, una empresa de inversión, una entidad de crédito, cualquier persona jurídica vinculada o cualquier otra persona relevante cuyo principal trabajo sea la elaboración de recomendaciones deberá revelar de manera clara y destacada la siguiente información sobre sus intereses y conflictos de intereses:*

*a) Las participaciones significativas que existan entre la persona relevante o cualquier persona jurídica vinculada, por un lado, y el emisor, por otro lado. A estos efectos, tendrán la consideración de participaciones significativas, al menos, las siguientes:*

*1ª Cuando la persona relevante o cualquier persona jurídica vinculada posean una participación igual o superior al cinco por cien del capital social total emitido por el emisor.*

*2ª Cuando el emisor posea una participación superior al cinco por cien del capital social total emitido por la persona relevante o cualquier persona jurídica vinculada.*

*b) Otros intereses financieros importantes de la persona relevante o cualquier persona jurídica vinculada con respecto al emisor.*

*c) Cuando proceda, una declaración en la que se indique que la persona relevante o cualquier persona jurídica vinculada es un creador de mercado o un proveedor de liquidez, en virtud de un compromiso asumido a tal efecto, de los instrumentos financieros del emisor.*

*d) Cuando proceda, una declaración en la que se indique que la persona relevante o cualquier persona jurídica vinculada ha sido entidad directora o codirectora, durante los 12 meses previos, de cualquier oferta pública de los instrumentos financieros del emisor.*

*e) Cuando proceda, una declaración en la que se indique que la persona relevante o cualquier persona jurídica vinculada es parte de cualquier otro acuerdo con el emisor relativo a la prestación de servicios bancarios de inversión, a condición de que esto no implique la revelación de ninguna información comercial confidencial y el acuerdo hubiera sido efectivo durante los 12 meses previos o hubiera dado lugar durante el mismo período al pago de una compensación o a la promesa de recibir una compensación.*

*f) Cuando proceda, una declaración en la que se indique que la persona relevante o cualquier persona jurídica vinculada es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.*

2. Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito revelarán, de forma general, las normas de sus reglamentos internos de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información.

3. En el caso de las personas físicas o jurídicas que trabajen para una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito con arreglo a un contrato de trabajo o de otra forma, y que estén relacionados con la elaboración de la recomendación, la exigencia prevista en el art. 11.2 incluirá, en particular, la información sobre si la remuneración de dichas personas está vinculada a operaciones de banca de inversión realizadas por la empresa de servicios de inversión o la entidad de crédito o cualquier persona jurídica vinculada. Cuando estas personas físicas reciban o compren las acciones de los emisores antes de una oferta pública de aquéllas, también deberá revelarse el precio y la fecha de adquisición de las acciones.

4. Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito revelarán, trimestralmente, la proporción de todas las recomendaciones de «comprar», «mantener», «vender» u otros términos equivalentes, así como la proporción de emisores correspondientes a cada una de estas categorías a las que la empresa de servicios de inversión o la entidad de crédito haya prestado servicios de banca de inversión importantes durante los 12 meses previos.

5. Las recomendaciones habrán de incluir la información recogida en los apartados anteriores. Cuando estas exigencias sean desproporcionadas con relación a la amplitud de la recomendación distribuida, bastará con hacer una referencia clara y destacada en la propia recomendación al lugar en el que dicha información pueda ser accesible para el público de manera fácil y directa, por ejemplo, mediante un enlace directo de Internet a la información en una página web de la empresa de inversión o de la entidad de crédito.

*El cumplimiento de lo dispuesto en los apartados anteriores, en el caso de recomendaciones no escritas, se regirá por lo dispuesto en el art. 11.2."*

Esta amplia exposición previa de la normativa "ad hoc" en relación con la conducta infractora que nos ocupa, nos permite concluir que la normativa con rango legal, al tipificar la infracción, refleja el "núcleo esencial de la protección" y que los conceptos jurídicos indeterminados de la misma son susceptibles de concretarse mediante criterios lógicos, técnicos o de experiencia de cara a prever con suficiente seguridad las características de la conducta constitutiva de la acción típica.

El Tribunal Supremo en la sentencia de 27-6-2006 (recurso de casación 10089/2003) recuerda cual es la doctrina del Tribunal Constitucional sobre el significado garantista del principio de legalidad sancionadora en su vertiente formal y material, expuesto en la STC 242/2005 de 10 de octubre:

*<<"El análisis de si se han respetado las garantías formal y material del derecho a la legalidad sancionadora debe comenzar recordando la ya consolidada doctrina de este Tribunal sobre el particular, en la que se ha reiterado que el art. 25.1 CE incorpora la regla nullum crimen nulla poena sine lege, que es de aplicación al ordenamiento sancionador administrativo y que comprende tanto una garantía formal como material. Si bien la garantía formal aparece derivada de la exigencia de reserva de Ley en materia sancionadora, sin embargo tiene una eficacia relativa o limitada en el ámbito sancionador administrativo, toda vez que no cabe excluir la colaboración*

reglamentaria en la propia tarea de tipificación de las infracciones y atribución de las correspondientes sanciones, aunque sí hay que excluir el que tales remisiones hagan posible una regulación independiente y no claramente subordinada a la Ley. Por tanto, la garantía formal implica que la Ley debe contener la determinación de los elementos esenciales de la conducta antijurídica y al reglamento sólo puede corresponder, en su caso, el desarrollo y precisión de los tipos de infracciones previamente establecidos por la Ley (por todas, SSTC 161/2003, de 15 de septiembre, F. 2, o 26/2005, de 14 de febrero, F. 3).

La garantía material, por su parte, aparece derivada del mandato de taxatividad o de *lex certa* y se concreta en la exigencia de predeterminación normativa de las conductas ilícitas y de las sanciones correspondientes, que hace recaer sobre el legislador el deber de configurarlas en las Leyes sancionadoras con la mayor precisión posible para que los ciudadanos puedan conocer de antemano el ámbito de lo proscrito y prever, así, las consecuencias de sus acciones. Por tanto, la garantía material implica que la norma punitiva permita predecir con suficiente grado de certeza las conductas que constituyen infracción y el tipo y grado de sanción del que puede hacerse merecedor quien la cometa, lo que conlleva que no quepa constitucionalmente admitir formulaciones tan abiertas por su amplitud, vaguedad o indefinición, que la efectividad dependa de una decisión prácticamente libre y arbitraria del intérprete y juzgador (por todas, SSTC 100/2003, de 2 de junio, F. 2, y 26/2005, de 14 de febrero, F. 3).». El Alto Tribunal en la sentencia dictada el doce de Marzo de mil novecientos noventa y nueve en materia de mercado de valores, examina una alegación de infracción del principio de legalidad en cuanto a la valoración de los tipos sancionadores en los siguientes términos:

"En la cuestión examinada, la aplicación de las sanciones que se imponen al recurrente aparecen claramente delimitadas por la aplicación de los tipos previstos en la Ley 24/1988, de 28 de julio, en especial la configuración de infracción muy grave, en el artículo 99, en particular en el apartado e) por carecer las Sociedades citadas, en el artículo 86, de la Contabilidad y Registros exigidos o llevarlos con vicios o irregularidades esenciales que impiden conocer la situación patrimonial y financiera de la entidad y las operaciones que ejecuten o en las que medien y el apartado s) del mismo artículo 99, que implica la realización de actos fraudulentos o la utilización de personas físicas o jurídicas interpuestas con la finalidad de conseguir un resultado cuya actuación directa implicaría la comisión de una infracción grave, así como la intervención o realización de operaciones sobre valores que implique simulación de transferencias de la titularidad de las mismas aunque, en este punto, la sanción definitiva quede condicionada a la sentencia penal.

Las consecuencias jurídicas, en cuanto al ámbito sancionador, vienen especificadas en el artículo 102, que impone por la comisión de infracciones muy graves al infractor multas que llegan hasta cinco millones de pesetas (tres millones es la cuantía de la multa impuesta al recurrente) y sanción de separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de Administración y Dirección en cualquier otra entidad financiera de la misma naturaleza por plazo no superior a diez años, lo que pone de manifiesto que no estamos ante preceptos en los cuales se quebrante la legalidad, por cuanto que, como ya afirmó el Tribunal Constitucional en las sentencias 69/89, 116/93 y reitera en la 306/94, la utilización de conceptos por parte de las leyes sancionadoras es posible siempre que la concreción del concepto sea razonablemente factible, en virtud de criterios lógicos, técnicos o de experiencia que permiten prever con suficiente seguridad

*la naturaleza y las características esenciales de las conductas constitutivas de infracción, extremo que se produce en la cuestión examinada, por lo que desde este primer punto de vista, tampoco resulta quebrantado el principio de legalidad.*

OCTAVO.- *A mayor abundamiento, interesa analizar, desde la perspectiva de la jurisprudencia constitucional, el principio de reserva de ley en materia sancionadora, que se puede concretar en los siguientes puntos:*

*1º) El artículo 25.1 de la Constitución establece dos garantías: a) la primera, de orden material y alcance absoluto, por lo que se refiere al ámbito penal y a las sanciones administrativas, reflejando el principio de seguridad jurídica en los ámbitos limitativos de la libertad individual, exigiendo la predeterminación normativa de conductas ilícitas y sanciones correspondientes; b) la segunda garantía que establece el artículo 25.1 tiene carácter formal y se refiere al rango necesario de las normas tipificadoras de las conductas, pues el término legislación vigente contenido en el artículo 25.1 de la Constitución, es expresivo de una reserva de ley en materia sancionadora, criterio que ha sido examinado por reiterada jurisprudencia constitucional (sentencias, entre otras, 8/81, 159/86, 2/87, 42/87, 133/87, 3/88, 101/88, 29/89, 69/89, 150/89, 219/89 y 61/90) que ponen de manifiesto que el principio de legalidad sancionadora constituye un verdadero derecho subjetivo de carácter fundamental, que, en sentido material, supone una concreción del principio de seguridad jurídica y, en sentido formal, exige el rango formal de ley, lo que se aplica en las relaciones de supremacía general y en las relaciones de supremacía especial, como ha reconocido la sentencia constitucional 61/90.*

*2º) Respecto de las normas preconstitucionales, la exigencia de reserva de ley no es retroactiva, al no ser el principio de legalidad exigible antes de la vigencia de la Constitución y respecto de las normas reglamentarias dictadas tras la Constitución y que tengan su cobertura en las anteriores, hay que distinguir dos supuestos: a) Por un lado, que el Reglamento postconstitucional tipifique nuevas infracciones e introduzca nuevas sanciones o altere el cuadro de las existentes, con lo cual se contravendría el artículo 25.1 de la Constitución o b) se limite a aplicar el Derecho preestablecido, al objeto particularizado de su propia regulación material, en cuyo caso, no hay una remisión innovadora, sino una mera reiteración.*

*3º) El alcance, en suma, del principio de reserva de ley establecido en el artículo 25.1 de la Constitución no puede ser tan estricto en relación con la regulación de las infracciones y sanciones, como con referencia a los tipos y sanciones penales en sentido estricto, bien por razones que atañen al modelo constitucional de distribución de potestades públicas, bien por el carácter en cierto modo insuprimible de la potestad reglamentaria en ciertas materias o, por último, por exigencias de prudencia y oportunidad que pueden variar en los distintos ámbitos de la ordenación territorial o por razones materiales, puesto que aquel precepto determina la necesaria cobertura de la potestad sancionadora de la Administración en una norma de rango legal, como han tenido ocasión de reiterar las sentencias constitucionales 77/83, 87/85 y 2/87, entre otras.*

*4º) La sentencia constitucional 101/88 establece dos aspectos fundamentales: a) No es posible exigir la reserva de ley de manera retroactiva para anular disposiciones reguladoras de materias y situaciones respecto de las cuales tal reserva no existía de*

*acuerdo con el derecho anterior a la Constitución, como ya reconoció la precedente sentencia constitucional 11/81 y b) Tampoco cabe ignorar que el principio de legalidad que se traduce en la reserva absoluta de ley, no incide en disposiciones o actos nacidos al mundo del derecho con anterioridad al momento en que la Constitución fue promulgada, como reconoció la sentencia constitucional 15/1981.*

*5º) Finalmente, la sentencia constitucional núm. 29/89, de 6 de febrero, no hace sino ya reiterar la doctrina expuesta por el Tribunal en las sentencias constitucionales 42/87 y 101/88, según las cuales son nulas las normas reglamentarias postconstitucionales que se aprueben en virtud de habilitaciones que hayan de entenderse derogadas por la Constitución, siempre que aquellas normas innoven el sistema de infracciones y sanciones preestablecido, pues, en caso contrario, no puede decirse que se hayan servido de una remisión normativa ya caducada.*

*Del análisis precedente se infiere que con arreglo a la doctrina jurisprudencial del Tribunal Constitucional la normativa sancionadora resulta constitucionalmente lícita cuando es la ley la que ha de servir de cobertura y quedan suficientemente determinados los elementos esenciales de la conducta antijurídica y la naturaleza y límites de las sanciones a imponer, como reconoció la jurisprudencia constitucional en precedentes sentencias, algunas de las cuales han sido invocadas, como las STC núms. 77/83, 83/84 y 3/88.".>>*

Del tenor literal de los preceptos de la LMV que se refieren al tipo sancionador empleado es evidente que no estamos ante un tipo infractor construido sobre una remisión en abstracto o indeterminada a los reglamentos, lo que no es posible ni siquiera en el ámbito sancionador administrativo en el que el principio de legalidad sancionadora no es tan riguroso como en el penal. La infracción está suficientemente definida por el propio legislador sobre la base de sancionar recomendaciones que no reflejen las vinculaciones relevantes, y es dentro de esa determinación legislativa previa donde se incluye la remisión a la particular normativa al respecto y, la utilización de los conceptos que hace el precepto aplicado lo es en relación con conceptos cuya concreción es razonablemente factible con base en criterios lógicos, técnicos o de experiencia que permitan establecer con suficiente seguridad lo que constituye el núcleo de la infracción.

En cuanto al antecedente que se cita constituido por la sentencia de esta Sala, Secc. 6ª, de 30-3-2010, Rec. 290/2009, la cual, en contra a lo alegado por el recurrente no vino a limitar el contenido de la obligación cuyo incumplimiento se sanciona en el art. 82.3 de la LMV al reflejado en el art. 13 del RD 1333/2009 ya que la única particularidad del caso es que la recomendación allí examinada, además, incidía en uno de los supuestos específicos de dicho precepto. Ya hemos visto que el art. 13 del RD 1333/2009 recoge obligaciones adicionales específicas sobre la obligación que se impone con carácter general en el art. 12, sin que exista una relación exhaustiva. En ningún caso puede entenderse que no integran el tipo sancionador del art. 83.2 de la LMV las recomendaciones efectuadas sin recoger con claridad y precisión vinculaciones relevantes sobre la base de conflictos de intereses que puedan comprometer, razonablemente, la objetividad de la recomendación salvo que dichas vinculaciones respondan a los supuestos específicos de conflictos del art. 13, que es lo que en definitiva viene a defender la recurrente.

Al respecto, la Sala no tiene la más mínima duda que las relaciones de JB Capital con CIE y Sacyr al tiempo de emitir sus análisis, relaciones que aparecen descritas particularizadamente en la resolución recurrida (ver FJ 1 de la presente), que además constituyen hechos no controvertidos, integran, en criterios de pura lógica y no de meras conjeturas, un supuesto claro de conflictos de interés con base a una vinculación relevante y que como tal comprometían objetiva y razonablemente la objetividad de los análisis/recomendaciones (recordemos que, en ambos casos, eran recomendaciones de compra de las acciones fijando además un “precio objetivo” de forma significativa por encima del precio de mercado) sin que la simple fórmula de estilo que la recurrente viene utilizado en sus recomendaciones (ver disclaimer), por su carácter genérico, dé cumplimiento a la exigencia normativa de claridad y precisión en la información transmitida en cuanto al concreto de la vinculación existente y del conflicto de intereses resultante. No en vano la ley busca con la tipificación de esta infracción grave, que no se dé un cumplimiento “insuficiente” a la obligación.

En el caso de la recomendación de JB Capital sobre CIE el conflicto de intereses se establece cuando JB Capital emite la recomendación sobre los valores cotizados de esta empresa y al mismo tiempo tiene un mandato de venta de una cantidad muy importante de acciones de la cotizada, acciones que tiene que colocar en el mercado. En el caso de Sacyr, JB Capital al emitir su recomendación es detentadora, por medio de una sociedad del grupo, de instrumentos financieros – bonos – convertibles en acciones de la cotizada y de ahí que no le fuera indiferente el buen resultado de dichas acciones en el mercado (cuanto más valieran las acciones y más estuviera el mercado interesado en ellas, más valor representaban dichos bonos).

En cuanto al sistema de “*murallas chinas*” sobre el que se ha extendido la prueba testifical practicada, murallas entre los departamentos de inversión y de asesoramiento, para evitar los conflictos de intereses internos derivados de informaciones reservadas o privilegiadas que pudieran circular de uno a otro, nada significa al caso de autos pues no viene a alterar la obligación que incumbía a la recurrente, en el concreto de su departamento de asesoramiento y al particular de elaborar la recomendación, de reflejar con claridad las vinculaciones anteriormente descritas ya que precisamente dichas recomendaciones tenían también (no exclusivamente) como destinatarios, en la generalidad del mercado, a su propio departamento de inversión.

Por último señalar que la omisión de mención clara y precisa de las vinculaciones relevantes en las recomendaciones emitidas por la actora respecto de CIE y Sacyr no queda avalada por una interpretación razonable de la norma como la pretendida por el recurrente y, puestas en el contexto al que responden las recomendaciones y el sustrato sobre el que se establece las situaciones de conflicto de intereses descritas, existe sustento probatorio más que bastante en cuanto a la acreditación de los hechos sancionados en las exigencias normativas del tipo y en su realización por una entidad plenamente conocedora del marco de actuación en el que se mueve. No puede objetarse por tanto vulneración del principio de presunción de inocencia ni ausencia de culpabilidad en el comportamiento sancionado que, no olvidemos, puede establecerse por dolo o negligencia, en este caso inexcusable, y aquí cabe traer a colación lo manifestado por la entidad actora en sus propias alegaciones al pliego de cargos “*En relación con CIE, debido a un error absolutamente involuntario cometido con carácter previo a la publicación del informe de research, en la fecha de referencia, no se mencionó en el “disclaimer” del informe la previa existencia del mandato obtenido el día anterior (25/06/13)*”

*como interés financiero importante y como mandato en vigor*" (Sic del folio 7 del escrito de alegaciones) con lo que la recurrente, aunque solo sea en relación a uno de los particulares del caso, estaba asumiendo que el "disclaimer" no daba cobertura a las exigencias de información en relación a las vinculaciones relevantes, que, además, se admite que como tales concurrían en el caso de CIE al ser su interés financiero importante.

En conclusión, el recurso ha de desestimarse.

**4.-** 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 que haya visto rechazadas todas sus pretensiones sin que sea apreciar que el caso presentara 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 **JB CAPITAL MARKETS, S.V., SAU**, contra la resolución del Ministerio de Economía y Competitividad a que las presentes actuaciones se contraen, y **confirmar** la resolución impugnada por su **conformidad** a Derecho.

Con imposición de costas al recurrente.

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 efecto 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.