

## SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 17 DE ABRIL DE 2017

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

**Recurso nº.:** 1098/2014  
**Ponente:** Dª. Lucía Acín Aguado  
**Acto impugnado:** Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 3 de marzo de 2014, que confirma en alzada Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de septiembre de 2013  
**Fallo:** Desestimatorio

Madrid, a diecisiete de abril de dos mil diecisiete.

Visto el recurso contencioso administrativo nº 1098/2014 que ante esta Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional ha interpuesto **GESTIÓN DE PATRIMONIOS MOBILIARIOS AGENCIA DE VALORES, S.A.** representada por la Procuradora de los Tribunales Doña R.S.M. y asistido del Letrado Don F.V.G. contra la resolución del Subsecretario de Economía y Competitividad por delegación del Ministro de Economía y Competitividad por la que se desestima el recurso de alzada interpuesto por la recurrente contra la resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 25 de septiembre de 2013 en la que se impuso una sanción de 40.000 euros, por la comisión de una infracción grave de la Ley 24/1998 del Mercado de Valores. La Administración demandada ha estado representada y defendida por el Sr. Abogado del Estado. La cuantía del recurso es de 40.000 euros.

## **ANTECEDENTES DE HECHO**

**ÚNICO.-** El 5 de mayo de 2014 la representación procesal de la parte actora interpuso recurso contencioso-administrativo contra el acto indicado en el encabezamiento de esta sentencia ante esta Sala de lo Contencioso-administrativo de la Audiencia Nacional. Se turnó a la sección sexta donde fue admitido a trámite, reclamándose el expediente administrativo. Presentada demanda el 28 de julio de 2014, la parte solicitó: *"se dicte sentencia por la que se anule y deje sin efecto la resolución impugnada declarando no ser conforme a derecho la sanción impuesta a mi mandante por la CNMV por no haber cometido la infracción del artículo 100 x) bis de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con el artículo 83 quater del mismo cuerpo legal, o subsidiariamente, para el supuesto de que estime cometida la infracción referida, se reduzca el importe de la sanción a 3.000 euros en atención a las circunstancias concurrentes y en las que se fundamenta el presente recurso"*.

Se emplazó al Abogado del Estado, que contestó a la demanda mediante escrito de 22 de septiembre de 2014. Solicitado el recibimiento a prueba y practicadas las declaradas pertinentes, una vez presentadas conclusiones quedaron el 4 de noviembre de 2014 pendientes de señalamiento para votación y fallo, lo que se efectuó para el 28 de marzo de 2017 en que efectivamente tuvo lugar.

**VISTOS** los artículos legales citados por las partes y demás de general y pertinente aplicación, y siendo Ponente D<sup>a</sup>. Lucía Acín Aguado, Magistrada de la Sección.

## **FUNDAMENTOS DE DERECHO**

**PRIMERO.-** El acto impugnado es la resolución del Subsecretario de Economía y Competitividad por delegación del Ministro de Economía y Competitividad por la que se desestima el recurso de alzada interpuesto por la recurrente contra la resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 25 de septiembre de 2013 que acordó imponer a Gestión de Patrimonios Mobiliarios A.V., S.A. una multa de 40.000 euros por la comisión de una infracción grave tipificada en el artículo 100 x bis de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores, en relación con artículo 83 quater de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, consistente en la falta de comunicación a la CNMV como operación sospechosa de manipulación de mercado en relación con las operaciones sobre acciones propias de ZINKIA ENTERTAINMENT, S.A., en el período comprendido entre el 18 de febrero y el 8 de marzo de 2011.

**SEGUNDO.-** Se sanciona a la sociedad de valores por el incumplimiento de la obligación establecida en el artículo 83 quater de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores que señala lo siguiente: *"las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán avisar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con la mayor celeridad posible, cuando consideren que existen indicios razonables para sospechar que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de precios."*

La conducta que se considera que falsea la libre formación de precios y que la sociedad de valores debía haber comunicado a la CNMV es la realizada por la sociedad cotizada ZINKIA en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) por operaciones de autocartera en el período comprendido entre el 18 de febrero y el 8 de marzo de 2011 en las que actuó como intermediario la Agencia de Valores aquí recurrente. Entre el 18 de febrero y el 8 de marzo (13 sesiones) el precio de cierre se incrementa de 0,97 euros hasta 2,1 euros, lo que refleja una revalorización del 116%. En ese período se negocian 276.734 acciones y ZINKIA realiza compras que representan el 40% de dicho volumen, superando en 8 de las subastas celebradas en esas sesiones el 70% del volumen negociado y alcanzando el 100% en cinco de ellas. De las 13 sesiones que integran el período el precio de cierre sube respecto al cierre anterior en 11 de ellas y se mantiene en las dos restantes. ZINKIA realiza compras en 10 sesiones de este período. En ese periodo (18 febrero - 8 de marzo) ZINKIA no realiza compras a través del proveedor de liquidez BANESTO BOLSA, sino sólo con GPM con el que ha firmado un contrato de intermediación.

Se quiere hacer constar que a la sociedad ZINKIA y al Presidente de la misma se ha impuesto por la CNMV por estos hechos una sanción por la comisión de una infracción consistente en la realización de prácticas de manipulación del mercado prevista en el artículo 83 ter a) de la Ley 24/1998 de 28 de julio del Mercado de Valores. Esta infracción no es la que se imputa a la sociedad de valores ya que todas las órdenes de compra las ha transmitido el representante legal de ZINKIA, y no se ha dado asesoramiento al cliente por parte de GPM. No consta recurrida la resolución por la que se acuerda imponer la sanción a ZINKIA y a su Presidente.

Por tanto el objeto de este recurso es determinar si es conforme a derecho la imposición de sanción a la agencia de Valores GPM por el hecho de no comunicar a la CNMV como

operaciones sospechosas de abuso de mercado las transacciones intermediadas sobre acciones propias de ZINKIA en el periodo de 18 de febrero al 8 de marzo de 2011.

**TERCERO.-** Para la resolución de este pleito son relevantes los siguientes hechos que constan acreditados:

1. GPM es el miembro del mercado a través del cual ZINKIA realiza la operativa de compra de acciones de autocartera. Su actuación se limita a la mera intermediación en el mercado las órdenes dadas por ZINKIA. ZINKIA es el ordenante y decisor de cada una de las órdenes que se introducen en el mercado.
2. En la inspección llevada a cabo en GPM, se ha puesto de manifiesto que GPM llevó a cabo un análisis de las subastas en las que había realizado compras de autocartera, del impacto en precios de esas subastas y un análisis continuado de subastas en las que la autocartera no había realizado compras, para determinar si hacían dicha comunicación a la CNMV llegando GPM a las siguientes conclusiones:
  1. El volumen acaparado por ZINKIA, no era muy representativo, aunque comprara el 100% del volumen en alguna subasta, ya que ZINKIA es un valor con muy poca liquidez y que negocia muy pocos títulos en cada sesión.
  2. Entre los días 23 y 28 de febrero el precio de la acción se incrementa y vieron que GPM no había realizado compras por lo que concluyeron que era el propio mercado el que iba subiendo y no siempre GPM estaba en esas sesiones.
  3. El Consejero Delegado conocía el interés del cliente para realizar esta operativa dado que había firmado un contrato de préstamo en la que adquiría ZINKIA la obligación de comprar acciones propias por importe de 300.000 euros y valoraron que no le interesaba comprar a precios crecientes.
3. El Comité de Supervisión del Mercado Alternativo Bursátil, tras las instrucción de su propio expediente considera que no se estima acreditado que la operativa seguida por GPM pueda haber sido constitutiva de abuso de mercado. Señala literalmente: *"No se advierte en la operativa de ejecución de órdenes llevada a cabo por GPM que se quisiera subir artificialmente los precios ya que responden a órdenes formuladas por el cliente en atención a una causa probada. Adicionalmente una subida perjudicaría los intereses del cliente, que compraría a precios muy superiores de los que tiene el valor cuando recibe la instrucción de empezar a comprar. Por ello no se estima acreditado que la operativa seguida por GPM pueda haber sido constitutiva de abuso de mercado".*

La CNMV considera en la resolución recurrida que el análisis llevado a cabo por GPM debió haberse realizado con una valoración más adecuada del impacto de la operativa de ZINKIA, ya que:

1. El elevado porcentaje sobre la negociación que representa la operativa de ZINKIA

en el periodo analizado, es independiente de la falta de liquidez del valor que, en su caso, exigiría una mayor cautela por parte del emisor al realizar operaciones sobre sus propias acciones.

2. El impacto en precios no solo se produce a través de las compras realizadas sino también mediante las órdenes introducidas con independencia de que éstas se ejecuten o no.
3. El hecho de que el objeto de esta operativa, si bien era conocido por GPM no lo era por el resto del mercado, debió ser tenido en cuenta a los efectos del posible riesgo de la integridad del mercado por la falta de transparencia que dicha operativa pudiera ocasionar.
4. Aunque las órdenes telefónicas dadas por el titular de la operativa a GPM, no pueden tenerse en cuenta en su literalidad por cuanto que incorporan una carga de valoración subjetiva de la intención que pueden traslucir, y por cuanto que la incidencia en la formación de los precios no se encuentra en la intención sino en el efecto final que las Órdenes producen sobre los precios, hay que señalar que en dichas grabaciones se pone de manifiesto cierto interés del ordenante en que el precio de mercado se ajuste al valor que estima debe de tener la compañía. Sin embargo el análisis realizado por GPM no ha tomado en consideración dichas conversaciones.
5. La CNMV no está vinculada por las conclusiones del MAB, no teniendo ambos organismos en cuenta los mismos elementos para valorar la legalidad de la operación. Así respecto de las órdenes analizadas la Comisión de Supervisión del MAB tuvo en cuenta únicamente las dadas al mercado por GPM, y sin embargo, la Unidad de Vigilancia de los Mercados de la Dirección General de Mercados (UMV) analizó las realizadas por el responsable de ZINKIA, así como las conversaciones telefónicas mantenidas entre clientes e intermediarios; o en cuanto al período de tiempo de análisis, el MAB se limitó a investigar el periodo comprendido entre el 18 de febrero y el 8 de marzo de 2011 y, sin embargo, la UVM alcanzó a analizar un periodo más prolongado, hasta el 21 de marzo de dicho ejercicio.

**CUARTO.-** Al objeto de fundamentar el recurso, la parte actora alega los que ya expuso en vía administrativa al presentar alegaciones a la propuesta de resolución y en el recurso de alzada señalando en síntesis que el tipo de infracción obliga a realizar la comunicación si tras un análisis la empresa de servicios de inversión, llega a la conclusión de que existen indicios razonables. En este caso se hizo el análisis (hecho acreditado por la Inspección) y se llegó a la conclusión de que no existían indicios razonables para comunicar dadas las circunstancias particulares que concurrían: La existencia de una causa o motivo que amparaba la operación como era la celebración de un contrato de préstamo que obligaba a ZINKIA a adquirir acciones propias por importe de 300.000 euros siendo hecho público por los cauces adecuados para darlo a conocer al mercado. Tampoco el importante volumen de negociación acaparado por ZINKIA ni la realización de la operativa en momentos finales de la subasta deben considerarse indicios de

operación sospechosa, si se tiene en cuenta las particularidades del mercado MAB y sistema en que se negocian las acciones de ZINKIA (fixing), así como la inexistencia a la fecha de la operación del límite del 15% del volumen de negociación como indicio sospechoso. La operación de compra de ZINKIA no marcó el precio del valor ni estaba orientada a fines de especulación. En cuanto a la proporcionalidad entiende que la multa debe ser inferior teniendo en cuenta resoluciones sancionadoras precedentes de la CNMV.

El Abogado del Estado se opone a la estimación del recurso y señala que dada la naturaleza de las operaciones de compra de acciones de ZINKIA ordenadas por su Presidente, las mismas deberían haberse identificado o percibido por GPM como operaciones sospechosas de manipulación de mercado, y ello en base a: tratarse de operaciones de autocartera -con la consiguiente y especial idoneidad que a las mismas se reconoce para ser constitutivas de manipulación de mercado-; haber supuesto elevados volúmenes de negociación que alcanzaron el 40% del total negociado; haber llevado a cabo la operativa en los últimos momentos de los dos períodos de subastas que componen cada una de las sesiones; y por último, haber determinado una inversión de la tendencia bajista de terceros en algunas de las sesiones y haber incrementado la tendencia alcista en otras, marcando un precio de equilibrio superior al generado por terceros independientes. Cita sentencias de la sección sexta de esta Sala de 27 de enero de 2014 (recurso 266/2012) y de 28 de septiembre de 2012 (recurso 520/2011).

**QUINTO.-** Como se ha señalado por esta Sala, en la sentencia de 28 de septiembre de 2012 dictada en el recurso 520/2011, la obligación de comunicar que impone el artículo 83 quater de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores a las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros no exige que el recurrente tenga certeza de que se ha cometido una posible infracción sino sólo una sospecha, siendo suficiente que aprecie la existencia de indicios pero no una prueba plena. La finalidad del precepto es facilitar a la CNMV la supervisión de las operaciones del mercado al objeto de garantizar su integridad y transparencia para lo cual se requiere la colaboración de las entidades financieras que han intervenido en ellas.

Teniendo en cuenta las evidentes dificultades que supone delimitar una conducta tan compleja como la manipulación de mercado, el artículo 3 de Real Decreto 1333/2005 siguiendo lo establecido en la Directiva 2003/124 CE y la CNMV mediante circulares (en este caso la aplicable al tiempo de comisión de los hechos es la carta circular 12/1998 de 17 de diciembre) han fijado parámetros para analizar si determinados comportamientos constituye una práctica que falsea la libre formación de precios cuya comunicación impone a las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros en el caso de que aprecien la existencia de indicios razonables.

Así el artículo 3 del Real Decreto 1333/2005 bajo la rúbrica "*establecimiento de indicios de prácticas que falseen la libre formación de precios*" señala lo siguiente:

*"1.- A los efectos de determinar si una conducta constituye o no una práctica que falsee la libre formación de precios, es decir, manipulación de mercado, la CNMV se asegurará de*

*que se tengan en cuenta los indicios que se establecen en este artículo, sin perjuicio de aquellos otros que, en el futuro, mediante circular, aquélla pudiera añadir, en el momento en el que la propia CNMV o los miembros o participantes en el mercado examinen las operaciones u órdenes de negociar. En cualquier caso, los indicios no podrán considerarse por sí mismos constitutivos de manipulación de mercado.*

*2. En relación con lo dispuesto en el artículo 83 ter.1.a) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, la CNMV y los operadores de mercado tendrán en cuenta, al menos, los siguientes indicios cuando examinen las operaciones u órdenes de negociar.*

*a) En qué medida las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones del valor o instrumento financiero de que se trate en el mercado regulado correspondiente, en especial cuando las órdenes dadas o las operaciones realizadas producen un cambio significativo en el precio del instrumento financiero.*

*b) Si las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas por personas con una posición significativa de compra o venta en valores o instrumentos financieros producen cambios significativos en su cotización o en el precio del instrumento financiero derivado o subyacente relacionado, admitido a negociación en un mercado regulado."*

La Carta Circular 12/1998 de 17 de diciembre, del Presidente de la CNMV, sobre criterios para la gestión de órdenes de autocartera en el mercado, establecía que, en principio, las operaciones con autocartera realizadas por entidades emisoras no afectaban a la libre formación de los precios en el mercado cuando se cumplían las siguientes condiciones: 1) Una condición de volumen: la sociedad emisora no debe ejercer en ninguna sesión una posición dominante en la contratación de sus acciones propias. Se entiende cumplido este requisito siempre que las operaciones con autocartera representen menos del 25% del promedio diario de contratación de ese valor. 2) Una condición de precio: las órdenes de compra se deben formular a un precio no superior al mayor del precio de la última transacción realizada en el mercado por sujetos independientes o el precio más alto contenido en una orden de compra del carnet de órdenes. 3) Una condición de tiempo: al objeto de evitar que su actuación marque tendencia de precios se establece que deberá evitarse una concentración de la operativa sobre acciones propias en momentos concretos de la sesión, considerados por los inversores como representativos de la tendencia de mercado.

El hecho de que en la fecha de comisión de la infracción (año 2011) aún no estuviera publicada la recomendación de 18 de julio de 2013 del Comité Ejecutivo de la CNMV sobre "*operaciones de autocartera que debían ser seguidas a la hora de valorar la conveniencia de remitir a la CNMV una comunicación de operaciones sospechosas*", no implica por tanto que hasta entonces no hubiera indicaciones acerca de la realización de ese tipo de operativa al objeto de evitar prácticas de manipulación del mercado.

**SEXTO.-** Conforme a lo razonado en el fundamento de derecho anterior la adquisición

de acciones propias debía hacerse en volúmenes razonables y respetando la tendencia del mercado en cuanto a los precios y con absoluta transparencia de las operaciones que en él se realicen al objeto de proteger al inversor. Estos criterios han sido recogidos en sentencias de esta Sala de 24 de enero de 2006 (recurso 447/2004), 17 de marzo de 2016 (recurso 601/2004), 5 de abril de 2006 (recurso 567/2004) y 11 de junio de 2012 (recurso 408/2011).

Ninguna de estas condiciones se ha cumplido en este caso.

- a) En cuanto al volumen. El recurrente hace referencia a las peculiaridades de cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil (en adelante MAB): 1) La contratación se realiza a través de un sistema de fijación de precios mediante la confluencia de la oferta y la demanda en dos períodos de subastas o fixings diarios a diferencia del mercado del IBEX o el Continuo en que la confluencia de oferta y demanda se hace de manera continua sin limitarse a dos subastas diaria. 2) La compra-venta de títulos en la mayoría de las empresas cotizadas, que son de reducida capitalización y que buscan expandirse, no supera los 10.000 euros. De ello deriva a su juicio que la operación de compra de 300.000 euros en acciones por parte de ZINKIA que tenía una causa justificada como era el cumplimiento de una obligación establecida en el contrato de préstamo estaba abocada a significar porcentajes de compra diarios muy significativos.

Ciertamente la operación de compra de 300.000 euros en acciones por parte de ZINKIA tenía una causa justificada como era el cumplimiento de una obligación establecida en el contrato de préstamo. Ahora bien hay que tener en cuenta que según el contrato tenía un plazo de 3 años para dar cumplimiento a la obligación, plazo que finalizaba el 14 de febrero de 2014, realizando la compra de un volumen importante de esas acciones en el período del 18 de febrero al 8 de marzo de 2011. En ese periodo compró 276.734 acciones que suponían el 40% del total negociado, rebasando notablemente el límite establecido del 25% en la carta circular 12/1998 de 17 de diciembre de la CNMV.

Por otra parte en contra de lo que afirma el recurrente, el mercado desconocía hasta el 11 de marzo de 2011 que el motivo de la compra de acciones propias era el cumplimiento de la obligación establecida en el contrato de préstamo ya que el hecho relevante publicado el 11 de febrero de 2011 solo se informaba de que JOMACA 98, S.L., accionista mayoritario de ZINKIA, había pignorado acciones representativas del 22,45% del capital social de ZINKIA, en garantía de un préstamo, pero no de la obligatoriedad de compra por parte de ZINKIA de acciones propias por un importe de 300.000 euros que se debían entregar al vencimiento del préstamo, el 14 de febrero de 2014, hecho del que se informó el 11 de marzo de 2011. Prueba de ello es que el propio MAB, el 8 de marzo, pregunta de forma oficial a AFI sobre las circunstancias que pudieran estar moviendo el valor, poniéndose en contacto AFI con ZINKIA publicándose el 11 de marzo de 2011 la existencia de esa obligación de compra, es decir una vez finalizado el periodo considerado como manipulación del mercado. Por tanto esta falta de transparencia podía inducir a error en los inversores en cuanto a la existencia en el periodo considerado de 18 de febrero al 8 de marzo de

un incremento de demanda y cotización debido a las buenas expectativas del mercado al desconocer la obligación de compra de acciones contenida en ese contrato de préstamo. Así justo al inicio del periodo de manipulación de mercado, se publica un artículo el 19 de febrero de 2011 en El Economista en el que se recoge que los títulos de la productora de Pocoyó retrocedieron un 7% después de que su presidente, Don J.C., pusiera como garantía de un préstamo el 22,45% de la compañía a través de JOMACA 98, primer accionista de la compañía. Al final del periodo considerado como manipulación de mercado, el 9 de marzo de 2011 (Cinco Días) señala que ZINKIA recupera el precio de su debut tras ganar un 128% en 12 sesiones. Solo la prensa hace referencia a la existencia de esa obligación de compra, cuando se publica el hecho relevante el 11 de marzo de 2011. Así, el 11 de marzo de 2011 (Europa Press) recoge la información comunicada en el Hecho Relevante de 11 de marzo y se refleja que ZINKIA compra acciones propias dentro del préstamo de 2,5 millones avalado con títulos del presidente y el 17 de marzo de 2011 (Cinco Días) señala ZINKIA sufrió un importante revés al caer un 17,28% y un 23,4% después de que el valor se anotara más del 100% entre el 17 de febrero y el 8 de marzo. En este periodo, la propia compañía compró acciones.

- b) En cuanto al precio. Las peculiaridades de contratación en el MAB no autoriza conforme se ha expuesto en el fundamento de derecho anterior a que en la compra de autocartera se modifique la tendencia de precios del mercado. La Agencia de Valores conocía este extremo y así consta en la grabación de la orden de 19 de febrero de 2007.

*“(JMC) Dime una cosa... qué es lo que me ibas a decir de ya sabes lo que pasa que cuando...”*

*“(EG) No, no que es que la autocartera...eh...La propia compañía no puede subir el valor...eh? tú puedes mantenerlo...pues eso pero no puedes incrementarlo eh? Que la Comisión te va a llamar enseguida eh? Y te va a decir que por qué lo estás subiendo tú.”*

*“(JMC) Bueno pues hagámoslo con cuidado...”*

*“(EG) A no ser... Claro, por eso te decía ponemos al mismo cambio, si vemos que hay dinero más arriba pues lo vamos poniendo eh? Vale? Pero, pues siempre que no seamos nosotros los que lo subamos.”*

De esta conversación grabada, el consejero delegado de GPM (identificado como EG) conoce e informa al Presidente de ZINKIA (JMC) de que la propia compañía no puede subir el valor solo mantenerlo y esta premisa no se cumple ya que tal como señala la resolución recurrida el análisis de las órdenes de ZINKIA con independencia de que haya realizado compras o no, en todas las sesiones del período, pone de manifiesto que su actuación ha alterado la libre formación de los precios al haber provocado:

- La inversión de la tendencia bajista de terceros en las sesiones del 18 de febrero, 1 y 2 de marzo.

- La determinación del precio de la subasta generando o incrementando la tendencia alcista de terceros, al dar contrapartida a las posiciones de venta que visualiza tras tantear la profundidad del mercado, situándose por encima de los precios de terceros compradores en las sesiones de 21,22 y 23 de febrero y 3 de marzo.
- El precio al que se adjudica la subasta a un tercero mediante una orden que, si bien queda fuera del volumen de cruce y por tanto ZINKIA conoce a priori que no se va a realizar, marca un precio de equilibrio superior al generado por los terceros independientes, como sucede en la sesión de 28 de febrero.

A ello hay que añadir el resto de las grabaciones de las ordenes telefónicas entre el Presidente de ZINKIA y la Agencia de Valores que se reproducen en la resolución recurrida y que llevan a esta Sala a la convicción de que el Presidente de ZINKIA estaba interesado en subir el valor pese eso sí, a que la Agencia de Valores le advertía que se podía operar *"siempre que no seamos nosotros los que lo subamos"*. El Presidente de ZINKIA, revela una clara voluntad de alterar la cotización del valor al alza: *"Yo te diría que vayamos comprando... lo vamos a subir el valor. Está claro que lo vamos a subir o sea que vete comprando... no sé qué decirte... (...)"*.-*"Sí, pero a mí me gustaría que termináramos esta compra habiendo dejado el título al menos en 1,50 o en 1.40 eh? (...)"*. (En ese momento 18 de febrero el cambio de cierre fue de 0,97) *"Vamos hablando y tú me vas diciendo cómo están los títulos, lo que se está poniendo en dinero pero, pero ya te digo...está claro que lo vamos a tener que subir (...)"*. *"Además es que lo quiero es subirlo. (...) Quiero romper el 1 quiero irme a 1 y medio por lo menos."*

Prueba que había otro modo de operar para la realización de la compra de ese volumen de acciones y que por tanto no estaba obligada ZINKIA a operar de ese modo para cumplir la cláusula del contrato, es que el cambio de tendencia en cuanto a volumen y precio se produce a partir del día 9 de marzo de 2011, cuando el MAB pregunta el 8 de marzo de 2011, de forma oficial a AFI sobre las circunstancias que pudieran estar moviendo el valor, poniéndose en contacto AFI con ZINKIA. A partir de esa fecha, la operativa a nombre de ZINKIA se reduce en volumen y se limita a acompañar la tendencia bajista de terceros sin incidir en la formación de los precios, informando el 11 de marzo de la existencia de la obligación de compra de 300.000 euros en acciones propias. El precio de la acción entre el 9 y 21 de marzo desciende en un 40% y el volumen de compra a nombre de la autocartera representa el 26% del total negociado, frente al 40% del tramo anterior.

**SÉPTIMO.-** Considera el recurrente que la afirmación del MAB de que la operación no es sospechosa, avala el hecho de que GPM no comunicara la operación a la CNMV. Efectivamente como señala el recurrente, el informe del Comité de Supervisión del MAB con independencia de las competencias que tiene asignadas y su alcance, es en principio muy relevante ya que es un juicio emitido por un órgano técnico e imparcial del mercado alternativo bursátil. Ahora bien analizado el mismo, se constata que las razones por las que llega a su conclusión son dos: una de carácter objetivo pero parcial y otra de carácter subjetivo. En efecto sólo tiene en cuenta que se ha firmado un contrato

de préstamo, desconociendo los términos del mismo y en concreto el plazo que se ha dado para su cumplimiento, no valorando el hecho de que no era conocido por el mercado. Por otra parte deduce un hecho, que queda contradicho por unas grabaciones telefónicas de las órdenes de compra, a las que no tuvo acceso, entre ZINKIA y la Agencia de Valores que acreditan al contrario de lo que afirma dicho Comité que había un interés en subir el precio de la acción. Frente a ese informe, la resolución de la CNMV de forma extensamente motivada y minuciosa analiza la operación, exponiendo de forma pormenorizada las razones por las que por una parte esa operación es constitutiva de abuso de mercado y por otra razonando el incumplimiento de la Agencia de Valores de comunicar una operación sospechosa.

**OCTAVO.-** En cuanto al principio de proporcionalidad de la sanción. La multa impuesta ha sido de 40.000 euros, estando prevista para la comisión de una infracción grave en el artículo 103 de la Ley 24/1998 del Mercado de Valores la imposición de una o más de las siguientes sanciones: un importe máximo de multa de 300.000 euros, la 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 un año o la suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial o del sistema multilateral de negociación correspondiente por plazo no superior a un año.

Como se constata se ha impuesto una sanción dentro del límite mínimo (13,3% de la multa prevista que pueda alcanzar a los 300.000 euros), y ninguna suspensión o limitaciones de su actividad en los mercados de valores, por lo que se considera ajustada a derecho la multa impuesta.

Hace referencia a otras dos resoluciones de la CNMV en las que entiende que se ha impuesto proporcionalmente una sanción inferior por falta de comunicación de operación sospechosa: resolución de 27 de febrero de 2011 por la que se impuso a Caja Madrid Bolsa, una sanción de 50.000 euros teniendo Caja Madrid unos fondos propios 40 millones euros, y Reyal Urbis una capitalización bursátil de 140,2 millones de euros. Resolución de 4 de abril de 2011 por la que se impuso a Riva y Garcia- 1977 SV una multa de 30.000 euros, teniendo unos fondos propios de 2,5 millones de euros y Natra una capitalización bursátil de 42,7. Señala que GPM tiene unos fondos propios en la actualidad de 1,1 millones de euros y ZINKIA una capitalización de 31,5 millones de euros.

No se puede apreciar la vulneración del principio de proporcionalidad, tomando solo en consideración los fondos propios y la capitalización bursátil de la sociedad cotizada, ya que hay que tener en cuenta los criterios de graduación de las sanciones que en cada resolución se han aplicado y la entidad de las conductas realizadas y en todo caso los fondos propios de GPM a 31 de diciembre de 2010 (último ejercicio cerrado con anterioridad a la comisión de la infracción), y que son los que se tuvieron en cuenta por la resolución recurrida, fue de 2,187.483,16 euros prácticamente el doble del que tenía en el momento de presentación de la demanda.

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

## FALLO

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

DESESTIMAR el recurso contencioso-administrativo interpuesto por la representación procesal de **GESTIÓN DE PATRIMONIOS MOBILIARIOS, AGENCIA DE VALORES, S.A.** contra la resolución del Subsecretario de Economía y Competitividad por delegación del Ministro de Economía y Competitividad por la que se desestima el recurso de alzada interpuesto por la recurrente contra la resolución del Consejo de la Comisión del Mercado de Valores de 25 de septiembre de 2013 por ser dichas resoluciones en los extremos examinados conforme a derecho. Las costas se imponen a la parte actora.

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

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