

SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 24 DE MAYO DE 2018

Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª

Recurso nº.: 929/2016
Ponente: Dª. Isabel García García-Blanco
Acto impugnado: Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 2 de septiembre de 2016, que confirma en reposición otra del mismo Ministerio de 5 de junio de 2015
Fallo: Desestimatorio

Madrid, veinticuatro de mayo de dos mil dieciocho.

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 929/2016**, se tramita a instancia de **BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.**, representado por la Procuradora Dña. ALP, y asistido por el Letrado D. MLM, contra Resolución del Subsecretario de Economía y Competitividad, por delegación del Ministro de Economía y Competitividad, de 2-9-2016, desestimatoria del recurso de reposición interpuesto contra la OM de 5-6-2015 por la que se resolvió el expediente sancionador incoado a la entidad recurrente por infracción muy grave de la Ley del Mercado de Valores 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 2/12/2016 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, teniendo por presentado este escrito junto con los documentos que al mismo se acompañan, lo admita, teniendo por formulada demanda contra la Orden dictada por el Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, por delegación del Ministerio de Economía y Competitividad de 5 de junio de 2015 que resolvió el expediente sancionador incoado a nuestras representadas, confirmada por la Resolución del 22 de septiembre de 2016, y, en consecuencia, previos los trámites legales oportunos, la anule y deje sin efecto o, subsidiariamente reduzca sustancialmente la sanción".

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 tenga por presentado este escrito, se sirva admitirlo, tenga por contestada la demanda, y tras los trámites oportunos, dicte sentencia desestimando el mismo y declarando la conformidad a Derecho de la resolución recurrida, con imposición de costas a la parte actora."

3.- Mediante Auto de fecha 9 de junio de 2017 se denegó el recibimiento del recurso a prueba, no siendo recurrido por las partes.

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 25 de abril de 2018 se hizo señalamiento para votación y fallo el día 22 de mayo de 2018, en que efectivamente se deliberó y votó.

4.- 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^a Isabel García García-Blanco.

FUNDAMENTOS JURÍDICOS

1.- En el presente recurso se impugna la resolución del Subsecretario de Economía y Competitividad, por delegación del Ministro de Economía y Competitividad, de 2-9-2016, desestimatoria del recurso de reposición interpuesto contra la OM de 5-6-2015 por la que se resolvió el expediente sancionador incoado a la entidad recurrente por infracción muy grave de la Ley del Mercado de Valores.

En la Orden de 5-6-2015, se acuerda:

"Imponer a BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARÍA, S.A. por la comisión de una infracción muy grave de la letra z) bis del artículo 99 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con el artículo 70 quáter del mismo texto legal, por no establecer medidas destinadas a detectar, impedir y gestionar los conflictos de interés generados por la intermediación de operaciones por cuenta de clientes minoristas sobre las dos emisiones de AFS de Eroski, mediante el case de operaciones entre clientes al 100% del nominal más el cupón corrido, a precios significativamente alejados de su valor razonable, durante el periodo comprendido entre el 16 de junio de 2010 y el 31 de octubre de 2011, una sanción consistente en multa por importe de 250.000 euros (DOSCIENTOS CINCUENTA MIL EUROS)."

En el sustrato de la infracción se plantean los posibles conflictos de intereses generados cuando BBVA intermediaba colocando a clientes minoristas títulos provenientes de emisiones de terceros (2 emisiones de AFS de EROSKI comercializadas por BBVA con ISIN ES0231429038 y ES0231429004 en el periodo desde el 16/06/2010 - fecha de la comunicación al sector - a 31/10/2011 - fecha de cese de la operativa de cases en BBVA), a precios significativamente alejados de su valor razonable teórico.

En hechos probados de la resolución sancionadora se hace constar:

"En concreto, según los datos disponibles del mercado AIAF, en el período analizado, la operativa de BBVA por cuenta de clientes minoristas sobre las 2 emisiones de AFS de Eroski se realizó mediante el case de operaciones de clientes a un precio del 100% del nominal interponiéndose la entidad por cuenta propia momentáneamente. Es decir, según la información disponible en AIAF en la práctica totalidad de las sesiones, la entidad compra para su cartera propia los títulos de los clientes vendedores a un precio del 100% del nominal y en la misma sesión vende, también al 100%, los títulos a los clientes compradores con el consiguiente perjuicio para estos últimos, que compraron los títulos a precios significativamente alejados de su valor razonable

teórico, mientras que los clientes vendedores, se veían beneficiados por dicha operativa.

En el marco de la actuación horizontal a la que se ha hecho referencia, BBVA aportó un memorándum con el detalle de los procedimientos, herramientas y aplicaciones informáticas que tenía establecidos e implantados para la gestión de órdenes de venta y compra de sus clientes en mercado secundario sobre aquellos instrumentos híbridos comercializados en su red minorista, que incluye descripción de los procedimientos de gestión y métodos instrumentados por la Entidad para la búsqueda de contrapartida de las órdenes, incluidas plataformas electrónicas multilaterales, eventuales mecanismos internos de case de operaciones y procedimientos para acudir a la entidad proveedora de liquidez, en su caso.

BBVA indicó de forma expresa en su respuesta que comercializaba, entre otras emisiones de participaciones preferentes propias y de terceras entidades no financieras, las 2 emisiones de AFS de Eroski objeto de este informe (identificadas como "A.F.S. Eroski Em.07/02 y 07/04 (ES0231429004), A.F.S. Eroski Em.07/02 y 07/04 (ES0231429038))" a las que aplicaba el procedimiento para la gestión de órdenes de venta y compra de sus clientes en mercado secundario.

Asimismo, indicó que sus aplicativos estaban adaptados "para poder centralizar la casación de las operaciones recibidas" y que las operaciones que se canalizaban por los aplicativos recogían "un precio diario igual al 100% + cupón corrido".

Sobre este extremo la Entidad realizaba las siguientes consideraciones en su escrito: "la fijación de un precio ex cupón del 100%, permite una mayor eficiencia ya que es el que mayor concentración suele generar para emisiones de renta fija en el mundo del cliente minorista, buscando el vendedor la recuperación del valor nominal invertido, y el comprador (que muestre interés en la emisión) el pago del valor nominal, que será sobre el que recibe los intereses, y el que a futuro recuperará en caso de amortización".

En relación con las manifestaciones de la Entidad no resulta admisible el argumento de que esa mayor concentración de precio venga justificada porque el pago de intereses y la amortización se efectúan sobre el nominal (100%), cuando el valor razonable teórico del activo era sustancialmente menor a su nominal. Evidentemente, lo que le interesa al comprador es adquirir el valor al mejor precio posible y, en cualquier caso, a un precio compatible con el valor de mercado o razonable del mismo.

Por otra parte, si un cliente solicitaba la tramitación de la operación a precios diferentes, de acuerdo con la respuesta aportada por BBVA, "esta petición del cliente se tramitaría por la mesa de Renta Fija como el resto de emisiones de Renta Fija no admitida en una bolsa o mercado multilateral. Si la mesa de Renta Fija obtenía contrapartida, ofrecía al cliente precios firmes de contratación", debiendo formalizar éste "en documento por escrito la aceptación del precio y volumen propuesto". Si dicha aceptación se producía, se formalizaba la operación.

Adicionalmente, indicó que "en aquellos casos de emisiones ajenas que tienen activo un contrato de liquidez, es la propia aplicación la que, en caso de no existir contrapartida en ese momento, envía la orden a la cartera propia. La cartera propia puede actuar como comprador o vendedor, en función del sentido de la orden del cliente. En todo caso, estará condicionada a los límites del contrato de liquidez".

En la práctica, como ya se ha comentado previamente, según los datos disponibles del mercado AIAF, se ha observado que en el período objeto de revisión las operaciones de clientes (la compra y la venta) se realizaron siempre al 100% interponiéndose momentáneamente la cuenta propia de BBVA, por lo tanto, sin tramitarlas por la mesa de Renta Fija a precios diferentes del 100% y sin recurrir, para la emisión ES0231429004, a la entidad de liquidez ajena a BBVA.

Por último, cabe destacar que, según su respuesta de 6 de septiembre de 2013 al requerimiento de la inspección puntual, en el primer trimestre de 2011 solicitó una valoración de estos instrumentos a un experto independiente "para asegurar que los precios que estaban aplicándose en su mecanismo de case interno se encontraban dentro de rangos de valor razonable". Tras la valoración que concluía que un valor del 100% era razonable, el precio de case de operaciones se mantuvo en este nivel (a lo que se añadía el cupón corrido).

Con objeto de comprobar la discrepancia estimada entre el precio de case y el valor razonable teórico de las emisiones objeto de este informe y consiguientemente constatar la existencia de un perjuicio para los inversores que las compraron se han utilizado las valoraciones trimestrales de cada una de las 2 emisiones del Informe del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

Como se puede observar en dicho informe, el valor razonable teórico estimado de las emisiones oscila entre un 34,60% y un 81,50% para la emisión ES0231429004 y entre un 29,90% y un 73,20% para el ISIN ES0231429038, en el período objeto de revisión.

En los cuadros del anexo 12 se resume el número de operaciones e importes intermediados mensualmente por la Entidad y se indican las valoraciones realizadas por el Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV. El número de operaciones realizadas sobre estas 2 emisiones fue de 465 por un importe nominal de 6,1 millones de euros. Las operaciones se realizaron al 100%.

Debe indicarse que resulta probable que una parte de las compras del período analizado correspondiesen a clientes que a su vez vendieron dichas posiciones durante este mismo período (y que por lo tanto habrían realizado tanto la compra como la venta al 100%, y deberían ser descontadas para calcular el impacto negativo real), sin que, con los datos de que se dispone, pueda estimarse el importe de las compras en esta situación. Al respecto, BBVA ha indicado, en su respuesta de 6 de septiembre de 2013, que 46 clientes de los que compraron al 100% en dicho período han vendido dichos activos.

Adicionalmente, en el curso de la inspección puntual se tuvo conocimiento de una propuesta de posible canje con un descuento de alrededor del 30% sobre el nominal para el inversor. Con fecha 16 de enero de 2014, Eroski ha comunicado un hecho relevante a esta CNMV" en el que comunica que "ha suscrito un acuerdo de intenciones con determinadas Entidades Financieras, para participar en un eventual canje de las Aportaciones Financieras Subordinadas ("AFS") emitidas por dicha entidad. En virtud de dicho acuerdo, las partes se han comprometido a realizar sus mejores esfuerzos para llevar a cabo todas las actuaciones necesarias al objeto de que Eroski pueda ofrecer a todos los titulares de las AFS un canje de dichos valores con base en las siguientes condiciones:

- Entrega de un bono subordinado emitido por Eroski, cuyo valor nominal equivaldría al cincuenta y cinco por ciento (55%) del nominal actual de las AFS, con un vencimiento de doce (12) años desde el canje y con una remuneración anual de 300 puntos básicos sobre el Euribor (12 meses); y

- Compensación en efectivo del 15% del nominal actual de las AFS, que será entregado en el mismo momento del canje."

La ejecución del canje queda sometida a determinadas condiciones suspensivas (visto bueno de los acreedores financieros de Eroski y autorización de la CNMV, entre otros) y se prevé que la oferta de canje sea propuesta a todos los titulares de las AFS y por la totalidad de los títulos.

Por otro lado, en su respuesta de 6 de septiembre de 2013, BBVA plantea una solución a la incidencia detectada que somete a la consideración de la CNMV:

Sobre la base de un nuevo informe del mismo experto independiente contratado en el primer trimestre de 2011, que contiene valoraciones distintas de las aportadas entonces, BBVA ha determinado unas bandas (máximas y mínimas) de referencia de precios mensuales del período revisado en la inspección puntual para las 2 referencias objeto de análisis (entre 53% - 91% para el ISIN ES0231429004 y entre el 46% - 80% para la emisión ES0231429038).

Como resultado, continúa, "BBVA ha acordado mantener un contacto proactivo con todos los clientes cuyas compras se realizaron en este periodo, y que no hubieran desinvertido obteniendo un precio de 100% ex cupón a fecha de su escrito, con el objetivo de compensarles de la supuesta diferencia de precio que pudo haber sufrido en ese momento el cliente respecto a lo que se podría considerar, con la reciente valoración del experto independiente, un valor razonable, determinando la cantidad a percibir por cada cliente por este concepto como la diferencia entre el precio de compra y el precio calculado por PwC para el mes correspondiente a la fecha de adquisición (calculado este como el precio medio de la banda máxima y mínima resultantes del análisis realizado)". [...] "En caso de que la CNMV considere que este planteamiento resolvería de manera completa" [...] la cuestión, BBVA "abordaría la fase de contacto, valoración y liquidación de las cantidades a cada cliente, estimando completar este proceso en un plazo máximo de 2 meses".

La Entidad hace tres asunciones en su planteamiento que deben destacarse por sus implicaciones:

— La Entidad transmite que confía en que su actitud proactiva "sirva para dar por solventado este asunto y evitar las ulteriores actuaciones, desde la perspectiva no sólo de su clientela sino también desde un punto de visto puramente regulatorio o administrativo".

— La formalización de la liquidación de cantidades con cada uno de los clientes afectados, se realizaría mediante un documento que "incluya la renuncia a cualquier reclamación ulterior del cliente por este concepto".

— Proponen, dado el número "limitado" de afectados y a que la situación afecta a un período concreto de funcionamiento del mercado secundario de estos valores, un esquema de comunicación individualizado Entidad-cliente, "sin que sea deseo ni intención de esta Entidad dar publicidad alguna a este esquema".

Es relevante señalar que no se dispone de información acerca de si estas medidas de compensación se sumarían, o no, a la propuesta de canje descrita anteriormente, si finalmente se llevase a cabo.

Por otra parte, señalar que con el esquema de compensación planteado por BBVA, el cliente no recuperaría el importe total invertido.

De acuerdo con los hechos descritos —concluye el DSEE en el Informe razonado— nos encontramos ante un claro conflicto de interés entre los clientes vendedores, que se beneficiaban de una vía de liquidez a precios superiores al valor razonable del instrumento, y los clientes compradores, quienes se veían perjudicados comprando al 100% algo cuyo valor razonable teórico era muy inferior, actuando la entidad momentáneamente como contrapartida en ambas operaciones.

En resumen, con independencia de que la Entidad participara o no de forma activa en la búsqueda de compradores, estaba obligada a establecer procedimientos adecuados para prevenir que los conflictos de interés señalados se materializaran provocando perjuicios a los compradores.

La Entidad no actuó, como era su obligación, en interés de los inversores, ya que tampoco estableció procedimientos para informar a los compradores de que estaban ordenando la compra de los mencionados instrumentos a precios significativamente alejados de su valor razonable teórico, ni disponía de procedimientos para informar periódicamente sobre la valoración de los mencionados instrumentos a los tenedores de los mismos."

3.- Comenzando por la denunciada vulneración de derechos dentro del procedimiento sancionador (derecho de defensa y publicidad de una instrucción de servicio, derecho a

la prueba, posibilidad del informe de la Unidad de Valoración de la CNMV dentro del procedimiento sancionador, etc...).

Comenzando por las actuaciones previas al inicio del procedimiento sancionador es de destacar que el 16-6-2010 la CNMV publicó una comunicación dirigida al sector (Presidentes de AEB, CECA, UNACC, ASNEF, EMISORES ESPAÑOLES, ASOCIACION HIPOTECARIA), titulada "Asunto: Actualización de requisitos en la verificación de emisiones de renta fija e instrumentos híbridos destinadas a minoristas. Identificación de malas prácticas en el proceso de comercialización y negociación posterior", en la que se identificaba y señalaba de forma expresa la mala práctica en la que se incurría si el case de operaciones entre clientes minoristas no se realiza a un precio próximo al valor razonable salvo que esta situación de conflicto de intereses se gestionase adecuadamente: "Ello se conseguiría cuando se obtenga un mejor o igual resultado para los clientes que el que se obtendría acudiendo a la entidad de liquidez o a la plataforma electrónica multilateral, o bien cuando se acredite que la transacción se realiza a un precio próximo al valor razonable (considerando las horquillas habituales en mercado) en caso de que no exista contrato de liquidez o éste se haya agotado..." (Sic).

Transcribimos, en la literalidad, los particulares de interés de dicha comunicación, a la que puede accederse en la web:
(<https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={ad4b3890-52e2-46a1-90cc-fd0f2781721}>)

"(...) Con fecha 17 de febrero de 2009 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) comunicó por escrito los criterios que había establecido para el análisis de determinadas emisiones de entidades financieras (emisiones subordinadas, participaciones preferentes) que fueran a ser colocadas entre sus clientes minoristas, con el fin de evitar que el conflicto de interés inherente en la colocación de sus propias emisiones supusiera, de hecho, unas condiciones de emisión desventajosas para los suscriptores, al apartarse de las demandadas en mercados mayoristas.

La experiencia ha demostrado que la existencia de informes de expertos independientes en este tipo de emisiones o, en su defecto, la de un tramo mayorista, ha tenido una influencia positiva sobre las condiciones financieras de las emisiones dirigidas a los clientes minoristas. Por ello, la CNMV estima necesario hacer extensivos los criterios ya difundidos al resto de emisiones de renta fija dirigidas al mercado minorista, con independencia del sector al que pertenezca el emisor, su plazo y el carácter de subordinación, si bien de una forma más flexible teniendo en cuenta el tipo de valor.

En consecuencia, en emisiones de renta fija dirigidas a minoristas que tengan la consideración de oferta pública (de acuerdo con lo establecido en el art. 30 bis.1 de la Ley del Mercado de Valores), distintas de las especificadas en el referido escrito de 17 de febrero de 2009, cualquiera que sea la entidad emisora, en ausencia de un tramo mayorista, se ha de presentar, al menos, un informe de experto independiente con el fin de determinar si las condiciones de la emisión son equiparables a las que debería de tener una emisión similar dirigida al mercado mayorista.

Los datos y referencias que se incluyan en los informes de expertos que hayan de ser presentados a la CNMV, así como el momento de su emisión, deberán de referirse a una fecha lo más cercana posible a la prevista para el inicio del periodo de comercialización.

Por otro lado, en aras de una correcta protección del inversor en el mercado secundario, las emisiones destinadas a minoristas deberán contar con una entidad proveedora de liquidez que llevará a cabo sus obligaciones en base a un contrato firmado con la entidad emisora, que incluya la obligación de cotizar precios de compra y venta, siempre que sea factible con una determinada horquilla, y que se incorporará como documento en los procesos de verificación de dichas emisiones, con independencia de la inclusión en el folleto de sus aspectos más relevantes, tal y como se viene haciendo ahora. Asimismo se considera una buena práctica, a efectos de valorar la liquidez de una emisión, que la entidad proveedora de liquidez realice esta actividad a través de, al menos, una plataforma electrónica multilateral y con una pluralidad de entidades participantes que garantice la correcta formación de los precios y ofrezca transparencia de estos.

(...)

En relación con el proceso de comercialización y negociación posterior a la emisión, resulta oportuno señalar los siguientes aspectos que afectarían tanto a emisiones en circulación como a las que se vayan a emitir en un futuro:

- o Para las emisiones en que la liquidez no se facilite a través de una plataforma electrónica de las señaladas anteriormente, constituye una mala práctica que las entidades proveedoras de liquidez coticen posiciones compradoras a precios significativamente inferiores al valor razonable, o posiciones vendedoras a precios significativamente superiores al valor razonable (considerando, en ambos casos, las horquillas habituales en mercado).
- o Constituye también una mala práctica la existencia de mecanismos internos de case de operaciones entre clientes minoristas de la entidad emisora y/o comercializadora de los valores, o entre los clientes y la propia entidad, que presta el servicio de inversión, salvo que se gestionen adecuadamente los conflictos de interés existentes en estos casos. Ello se conseguiría cuando se obtenga un mejor o igual resultado para los clientes que el que se obtendría acudiendo a la entidad de liquidez o a la plataforma electrónica multilateral, o bien cuando se acredite que la transacción se realiza a un precio próximo al valor razonable (considerando las horquillas habituales en mercado) en caso de que no exista contrato de liquidez o éste se haya agotado.
- o Las entidades que prestan servicios de inversión deberán incluir en su política de ejecución de órdenes los procedimientos necesarios para el cumplimiento de las pautas anteriores.

Estas pautas van encaminadas a reforzar la protección de los inversores en unos productos que, por sus características y por la situación del mercado actual, requieren una especial vigilancia y sobre los que entendemos que las entidades emisoras procurarán volcar su experiencia y medios en aras de los mejores intereses de sus clientes.

Finalmente, le comunico que es intención de la CNMV continuar en la línea de refuerzo de las tareas de supervisión en este ámbito y maximizar la difusión pública de estos criterios, por lo que le ruego que dé traslado de esta carta a sus asociados."

No había ni podía haber una tolerancia de las autoridades reguladoras a estas prácticas bancarias que claramente venían a suponer un conflicto de intereses no gestionado debidamente en el marco de la LMV, y no en vano, al tiempo de emitirse dicha comunicación, constituía infracción sancionable la falta de medidas o políticas de gestión de conflictos de interés o su inaplicación por parte de quienes presten servicios de inversión (en la redacción entonces vigente del art. 99 z bis), infracción muy grave si esta inobservancia no era ocasional o aislada y causaba perjuicio a los clientes) y lo que hace dicha comunicación es dejar claro al sector, incluida la entidad actora, lo que no se debía hacer por no estar permitido y, en el particular del caso la situación conflictiva que se creaba con el case entre minoristas cuando no se realizaba en márgenes próximos al valor razonable, incumpliendo la premisa de que el informe se aproximara en fecha de emisión a la del inicio de la comercialización.

Precisamente la fecha de esta comunicación es la que se toma como inicio del periodo en el que se producen las operaciones objeto de sanción y el primer informe de PwC con el que la actora reivindica la cobertura a su actuación dentro de las exigencias de esta comunicación, en lo que el mismo vendría a avalar que el 100% del nominal se correspondía con el valor razonable de Eroski, sobre la premisa de considerar a Eroski como "parte del Grupo Mondragon", no se produce hasta bastante después, el 28-2-2011.

Además, dicha comunicación no venía limitada a que el case fuera de emisiones propias o de terceros por lo que no es relevante al caso que la CNMV dentro de su plan de actividades para 2011 que comprendía una revisión horizontal de estos procedimientos de case, comenzara por revisar el case de las emisiones propias de las entidades financieras negociadas en AIAF, ni que en el marco de estas actuaciones inspectoras, el 13-10-2011, la Dirección General de Entidades remitiera una comunicación dirigida específicamente al BBVA, en la que se le requería, entre otras cuestiones, que adoptase medidas inmediatas y efectivas que eliminasen las malas prácticas identificadas (en particular para que, en ningún caso, los clientes adquiriesen, a partir de la recepción de dicha comunicación, instrumentos híbridos a precios significativamente alejados de su valor razonable teórico) y para que, en todo caso, modificase sus sistemas de gestión de órdenes antes del 1-1-2012, reaccionando la hoy recurrente de forma prácticamente inmediata a tal comunicación ya que, como consecuencia de este requerimiento, suspendió la aplicación del mecanismo de case interno de operaciones sobre estos instrumentos el 31-10-2011, fecha que se tiene como límite temporal final de los hechos sancionados.

Es obvio que la actora hizo caso omiso y no se consideró concernida por la comunicación dirigida en general al sector el 16-6-2010, vista la práctica de case que mantuvo pese a la misma.

En lo que atañe a la Instrucción de servicio del Presidente de la CNMV de 12-1-2010 relativa a las "*Funciones de Valoración de Productos Financieros Complejos en el Departamento de Estudios Estadísticas y Publicaciones*", cuya remisión fue solicitada por la recurrente dentro del procedimiento sancionador y denegada por providencia de 16-2-2015 (folios 704 y ss), y la supuesta vulneración del derecho de defensa ligado a ello, ha de estarse con la Administración en que esta Instrucción tiene un alcance puramente interno, organizativo, y que la Unidad de Valoración del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV en su informe menciona tal instrucción no como fundamento de su conclusión valorativa sino como razón por la cual se ha radicado en la misma tal valoración como único Departamento con funciones de valoración de activos y operaciones financieras en la CNMV (con anterioridad estaba descentralizado) y de cara a concretar cómo debía remitirse/canalizarse el informe a realizar:

"1. En relación con las observaciones realizadas por la representación de la expedientada sobre la naturaleza y extensión del informe de la Unidad de Valoración al que el Director General de Entidades hace referencia en su informe razonado, y del que incorpora una copia al expediente.

Los criterios de elaboración de las comunicaciones emitidos por la Unidad de Valoración de la CNMV se ajustan al procedimiento dispuesto en la correspondiente Instrucción Operativa de Servicio para la centralización de las funciones de valoración de productos complejos, que regula su actividad, conforme establece el artículo 12 del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, en su apartado 4.

Conforme a dicha instrucción operativa, tras completar un trabajo de valoración a petición de un departamento de la CNMV, las conclusiones relevantes del mismo se remitirán a través de una nota del Director de Estudios, Estadísticas y Publicaciones, del que depende la Unidad de Valoración, a la dirección del departamento petionario". (sic con el añadido del subrayado)

El tenor literal de lo expuesto deja pocas dudas a la eventualidad de las interpretaciones pretendidas por la recurrente.

Estas Instrucciones se contemplan en el art. 12-4 del RRI de la CNMV (Texto consolidado del Reglamento aprobado por Resolución del Consejo de la CNMV el 10 de julio de 2003 (BOE 18/07/2003) y posteriores modificaciones aprobadas por las siguientes Resoluciones del Consejo de la CNMV: de 14 de diciembre 2004 (BOE 29/12/2004), 16 de mayo de 2007 (BOE 31/05/2007), 5 de noviembre de 2008 (BOE 20/11/2008), 21 de enero de 2009 (BOE 27/01/2009), 7 de julio de 2010 (BOE 15/07/2010), 2 de octubre de 2013 (BOE 2/11/2013), 26 de mayo de 2015 (BOE 06/06/2015), 20 de abril de 2016 (BOE 6/05/2016) y 7 de febrero de 2017 (BOE 10/02/2017) cuando recoge que: «*El Presidente*

podrá dirigir las actividades de los órganos jerárquicamente dependientes del mismo mediante instrucciones de servicio. Asimismo, y en consideración al interés general, repercusión o alcance de estas instrucciones, podrá ordenar su publicación en el "Boletín Oficial del Estado"», en concordancia con lo dispuesto por el entonces vigente art. 21 de la LRJ-PAC 30/1992: "1. Los órganos administrativos podrán dirigir las actividades de sus órganos jerárquicamente dependientes mediante instrucciones y órdenes de servicio.

Cuando una disposición específica así lo establezca o se estime conveniente por razón de los destinatarios o de los efectos que puedan producirse, las instrucciones y órdenes de servicio se publicarán en el periódico oficial que corresponda.

2. El incumplimiento de las instrucciones u órdenes de servicio no afecta por sí solo a la validez de los actos dictados por los órganos administrativos, sin perjuicio de la responsabilidad disciplinaria en que se pueda incurrir."

El art. 6 de la LRJSP 40/2015, como norma actualmente en vigor, en lo concerniente a la publicación de las Instrucciones remite a que: *"Cuando una disposición específica así lo establezca, o se estime conveniente por razón de los destinatarios o de los efectos que puedan producirse, las instrucciones y órdenes de servicio se publicarán en el boletín oficial que corresponda, sin perjuicio de su difusión de acuerdo con lo previsto en la Ley 19/2013, de 9 de diciembre, de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno",* normativa esta última que solo impone a las Administraciones Públicas la publicación de: *"a) Las directrices, instrucciones, acuerdos, circulares o respuestas a consultas planteadas por los particulares u otros órganos en la medida en que supongan una interpretación del Derecho o tengan efectos jurídicos."* (art. 7.a)

Así, de principio es claro que la publicación de la Instrucción de servicio que nos ocupa no venía impuesta ni por razón de sus destinatarios ni por sus efectos que eran puramente internos y organizativos (no resulta que contenga ningún mandato de actuación o interpretación, forma de entender o aplicar normas administrativas, que pueda tener repercusión externa ya que en tal concepto no es citada en el informe) y difícilmente podría deducirse la vulneración denunciada del derecho de defensa al amparo del art. 25 de la CE por no haber tenido acceso a tal instrucción dado su limitado alcance en el procedimiento sancionador que nos ocupa y en el particular del informe elaborado y sin olvidar que el hipotético incumplimiento de tal instrucción *"no afecta por sí solo a la validez de los actos dictados por los órganos administrativos"*.

En cuanto al derecho a la prueba dentro del procedimiento sancionador (*"...no se han considerado los sendos informes presentados por la defensa de BBVA a lo largo del expediente sancionador, ni tampoco se ha admitido la elaboración de un informe pericial dirimente ante las evidentes contradicciones existentes entre los informes presentados por BBVA y los presentados por los órganos de la propia CNMV..."*) no es cierto que la Administración no haya valorado los informes elaborados por PwC y NetValue en lo que los mismos venían a concluir acerca de que el 100% del nominal de las AFS de Eroski era un valor razonable. Véase al efecto del FJ 6 de la resolución sancionadora:

"No nos corresponde, ni vamos a negar, el prestigio del que se atribuye a las entidades que se hacen cargo de los informes aportados; pero sí que deberá tenerse en cuenta que los informes aportados son informes de parte, informes encargados por la entidad y por lo tanto pagados por ella lo que, sin restar el prestigio aludido, sí que permite al menos poner en duda la independencia de los expertos. En este sentido, es bastante paradigmático que PwC haya emitido, a solicitud de BBVA, dos informes de valoración o, de contraste como ellos mismos los denominan, sobre el valor razonable de las AFS de Eroski que son completamente contradictorios en cuanto al valor razonable que otorgan a los citados valores, que viene a reforzar la tesis en la que se coloca la independencia que se alega como mayor relevancia de los informes y que es esgrimida de manera insistente por la representación de la entidad en supuesto contraste con la ausencia de ella por parte de la CNMV.

En efecto, además del informe emitido el 28 de febrero de 2011 por PwC, consta en el expediente, aportado junto con las alegaciones, otro informe de PwC fechado el 4 de septiembre de 2013. Conviene destacar que en esta alegación no se hace referencia por la representación de la expedientada a la existencia de un segundo informe de valoración emitido por encargo de BBVA, que, centrándose exclusivamente en la valoración de las AFS de Eroski y no de todas las emisiones de preferentes comercializadas por BBVA — como hace el informe de PwC del año 2011, concluye con un valor claramente inferior al 100% del nominal en el período objeto del presente expediente y con valoraciones semejantes a las que concluye el informe de la Unidad de Valoración de la CNMV.

En este documento, dirigido a BBVA, aparece la mención "borrador sujeto a cambios" y se trata de un documento sin firmar, pero que BBVA hace suyo, como puede apreciarse en la respuesta de 6 de septiembre de 2013 que el Director de Cumplimiento Normativo de BBVA remite al requerimiento del Departamento de Supervisión ESI-ECA de la CNMV de 19 de julio de 2013 y que figura en el folio nº 101 del expediente. A estos efectos, por su relevancia, conviene transcribir aquí las consideraciones de la entidad en la respuesta al requerimiento de la CNMV (subrayado nuestro):

(...) "se ha solicitado al mismo experto independiente (PwC) una nueva valoración de estas emisiones. A diferencia de anteriores valoraciones de este experto, el análisis se ha centrado, exclusivamente en la valoración del emisor y de las emisiones de Eroski durante el citado periodo. Cabe destacar que en valoraciones anteriores, dado que se solicitaba la valoración de varias emisiones de Preferentes y emisores (BBVA, Repsol, Telefónica, Unión Fenosa y Eroski), el análisis realizado por PwC asumía criterios comunes a las valoraciones especialmente en el caso de Eroski que carecía de referencias de Rating/CDS que evaluaran el riesgo de crédito del emisor.

En este análisis se ha tratado de realizar una valoración muy exigente que solvente cualquier posible conflicto presente o futuro, entre pasadas o presentes valoraciones. El resultado del análisis realizado establece unas bandas (máximas y mínimas) de referencia de precios mensuales. Estas bandas en todo el periodo analizado se sitúan en niveles inferiores al 100%.

Como resultado de este análisis unido a los niveles de valoración estimados por esa Comisión para estas emisiones BBVA ha acordado mantener un contacto proactivo con todos los clientes cuyas compras se realizaron en este periodo y que no hubieran desinvertido obteniendo un precio de 100% ex cupón a fecha de hoy con el objetivo de compensarles de la supuesta diferencia de precio que pudo haber sufrido en ese momento el cliente respecto a lo que se podría considerar, con la reciente valoración del experto Independiente, un valor razonable, determinando la cantidad a percibir por cada cliente por este concepto como la diferencia entre el precio de compra y el precio calculado por PwC para el mes correspondiente a la fecha de adquisición (calculado este como el precio medio de la banda máxima y mínima resultantes del análisis realizado).

Conforme a lo anterior, y para el periodo contemplado, los precios que se consideran un valor razonable para cada observación mensual puedan comprendidos dentro de un rango que oscila entre 80% y 46% para la emisión ES0231429038, y entre 91 % y 53% para la emisión ES0231429004. (...)

Este informe, más allá de la perplejidad que pueda causar que un experto independiente remita a su mandante un informe a modo de borrador que sujeta a cambios, recoge unas valoraciones que, a juicio de BBVA, consideran como valor razonable de la emisión y que para la emisión identificada con el ISIN ES0231429038 oscila entre el 80% y el 26% y para la emisión con código ISIN ES0231429004 oscila entre el 91 y el 53% para cada observación mensual; valoraciones que se asemejan, como se insiste, con las de la Unidad de Valoración y que la representación de la entidad considera como incorrectas.

Lo anterior deja entrever cierta inconsistencia en las valoraciones de PwC como experto independiente que, sobre el mismo periodo y los mismos valores, elabora dos informes de valoración con conclusiones tan dispares y hace que no puedan estimarse como valoración que venga a arrumbar las conclusiones del Informe elaborado por la Unidad de Valoración de la CNMV.

No obstante, y con el fin de que no quepa el menor atisbo duda del respeto que se ha tenido al derecho a la presunción de inocencia y teniendo en cuenta que no había dos informes —como afirma la representación de la entidad - en el expediente (uno de PwC y otro de la Unidad de Valoración) sino tres como hemos explicado, se ha expuesto que existen razones suficientes para optar por el informe de la Unidad de Valoración de la CNMV, sin que quepa apreciar, como afirma la entidad, que la tendencia o finalidad de la solicitud de informe a la Unidad de Valoración estaba dirigida de antemano a probar la existencia de una discrepancia, parece que se sugiere que existía un ánimo de pre constituir una prueba contra la entidad, lo que se entresaca o se quiere hacer decir a la frase que la representación de la entidad transcribe en cursiva: "comprobar la discrepancia estimada entre el precio de case y el valor razonable teórico de las emisiones objeto de este informe y consiguientemente constatar la existencia de un perjuicio para los inversores que la compraron", cuando si nos atenemos al significado de la palabra comprobar: verificar, confirmar la

veracidad o exactitud de algo -dice la Real Academia Española de la Lengua- resulta evidente que el Departamento de Supervisión simplemente buscaba información técnica que integrase los hechos que había detectado a fin de poder cumplir con la función de supervisión que tiene encomendada.

Con esto queda contestada suficientemente la argumentación conducente a que los instructores no habrían respetado la carga de la prueba en relación con el derecho a la presunción de inocencia que, sin género de duda, ha sido respetado.

(...)

La representación de la entidad acompaña las alegaciones a la Propuesta de Resolución, como novedad, y a mayor abundamiento en su derecho de defensa, un nuevo informe elaborado por NetValue que vendría a cuestionar el Informe Técnico elaborado por Unidad de Valoración del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV en el marco de la prueba acordada por los instructores. El contenido del mismo, prácticamente extractado en su totalidad y transcrito a las alegaciones a la Propuesta de Resolución, vendría a admitir la existencia de los errores reseñados por el precitado informe de la Unidad de Valoración, así como, y a pesar de los mismos, mantener las conclusiones del informe emitido con anterioridad y que sustentaba la alegación principal de la entidad, relativa a que el valor razonable de las AFS de Eroski en periodo de tiempo en el que se imputa la infracción era cercano al 100% de su valor nominal.

En relación con lo anterior, conviene recordar que la representación de la entidad ha presentado varios informes de valoración de las AFS de Eroski, siendo especialmente relevante notar que el segundo informe encargado por BBVA a PwC, cuya valoración ajustaba el valor razonable de las AFS de Eroski en una banda que, para la emisión identificada con el ISIN ES0231429038, oscila entre el 80% y el 46% y para la emisión con código ISIN ES0231429004 oscila entre el 91 y el 53% para cada observación mensual; valoraciones que se asemejan con las de la Unidad de Valoración y que la representación de la entidad considera, en el marco del presente expediente como incorrectas, cuando la propia entidad ante la CNMV con anterioridad a la incoación del expediente sancionador que se sigue contra ella hacía suyo el contenido y las conclusiones del informe estando dispuesta, incluso a mantener un contacto proactivo con todos los clientes cuyas compras se realizaron en este periodo y que no hubieran desinvertido obteniendo un precio de 100% ex cupón a fecha de hoy con el objetivo de compensarles de la supuesta diferencia de precio que pudo haber sufrido en ese momento el cliente respecto a lo que se podría considerar, con la reciente valoración del experto Independiente, un valor razonable, determinando la cantidad a percibir por cada cliente por este concepto como la diferencia entre el precio de compra y el precio calculado por PwC para el mes correspondiente a la fecha de adquisición (calculado este como el precio medio de la banda máxima y mínima resultantes del análisis realizado).

En definitiva, no deja de resultar indicativo el hecho de que BBVA, primero admitiese que la primera valoración encargada a PwC, experto independiente designado por el

banco, asumía criterios comunes a las valoraciones especialmente en el caso de Eroski que carecía de referencias de Rating/CDS que evaluaran el riesgo de crédito del emisor, y después solicitase una nueva valoración, que la propia entidad califica como muy exigente y que sitúa las bandas de valoración razonable de las AFS de Eroski en bandas similares a las que concluye el informe de valoración de la Unidad de Valoración de la CNMV. Hasta tal punto admite el error y asume la nueva valoración llevada a cabo por PwC, que llega a mostrar disposición a compensar a los clientes que hubieran sufrido un perjuicio derivado del precio de compra al 100% y el valor razonable. Es ahora, en el marco de un expediente sancionador, cuando BBVA, en contra de sus propios actos, presenta como línea argumental básica de defensa un informe encargado a otro experto que, curiosamente, sitúa las bandas de valor razonable cercanas al 100% del valor nominal de las AFS de Eroski.

Pues bien, y sin perjuicio de lo anterior, el informe de NetValue fue analizado y tenido en cuenta por los instructores, al igual que el que ha sido aportado en el trámite de alegaciones a la Propuesta de Resolución. En el informe de NetValue contiene numerosas deficiencias de metodología y errores cuando no omisiones que no permiten que el mismo venga a poner en cuestión las conclusiones del informe de valoración de la Unidad de Valoración de la CNMV, como tampoco lo hace el nuevo informe presentado que vendría a valorar el informe técnico de la Unidad de Valoración remitido en el marco de la prueba acordada por los instructores.

Por lo demás, y en relación con la solicitud de designación de un perito dirimente que realice una valoración objetiva de las AFS, no cabe sino denegar dicha solicitud, teniendo en cuenta que, como se ha dicho, en el presente expediente constan hasta cuatro informes relativos a la valoración de las AFS de Eroski en las fechas consideradas, tres de ellos presentados por la entidad de dos expertos distintos, elaborados en diferentes fechas, así como, dos informes técnicos sobre los informes anteriores por lo que no se considera necesario solicitar más informes, teniendo en cuenta que esta cuestión se encuentra suficientemente cubierta en el presente expediente y no siendo necesarias otras actuaciones complementarias."

Como vemos la recurrente ha presentado en el marco del procedimiento sancionador hasta cuatro informes técnicos (aunque venga a omitir referirse con este carácter al segundo de PwC, dos de ellos con origen en NetValue, uno anexo a sus alegaciones al pliego de cargos y otro, fuera del periodo de prueba, anexo a sus alegaciones a la propuesta de resolución) al que se une el de la Unidad de Valoración de la CNMV realizado en fase de prueba, resultando que, a los efectos resolutorios, los informes de parte han sido más que suficientemente valorados en su confrontación con el informe de la Unidad de Valoración de la CNMV partiendo de que, como acertadamente se indica en la resolución, los informes de parte no son coherentes ni consigo mismos (véase los informes cambiantes de PwC, el segundo de ellos coincidente con el del órgano de valoración de la CNMV) ni entre ellos (el segundo informe de PwC, en su concordancia con el de la Unidad de Valoración, vendría a contradecir, por tanto, el de NetValue, ya sea el primero o el segundo de NetValue, partiendo de que la propia parte reconoce que NetValue, en su segundo informe, tiene que asumir errores del primero al socaire de lo que había puesto de manifiesto el informe de la Unidad de Valoración elaborado en

prueba respecto de la metodología empleada por el perito de parte) y todo ello enmarcado en la propia actuación de parte de asumir la necesidad y disposición a compensar a los clientes en el marco del segundo informe de PwC. Ante tal cúmulo de circunstancias, la discrecionalidad técnica se impone en favor del órgano técnico de la Administración y dentro de los criterios jurisprudencialmente aceptados al respecto, descartándose vulneraciones del principio de presunción de inocencia por insuficiencia/inexistencia de prueba de cargo válida y eficaz.

No olvidemos que la sanción se sustenta en la prueba concreta practicada en el procedimiento sancionador, en la valoración conjunta de ella, y ya del primer informe de la Unidad de Valoración de la CNMV, que la parte viene a tachar afirmando múltiples irregularidades (falta de firma, a falta de indicación de la formación y/o capacidad de los autores,...), resultaba una diferencia considerable entre el nominal y el valor razonable de ambas emisiones utilizando para ello un criterio objetivo basado en las valoraciones trimestrales. No es la Unidad de Valoración la que modifica su criterio, ni hace en fase de prueba un informe sesgadoamente dirigido a sustentar la sanción. Ninguno de los parámetros del segundo informe de la Unidad se ha demostrado que se sustenten sobre la base de criterios manifiestamente absurdos o erróneos y sobre la base exclusiva de dar cobertura a la inspección a la que fue sometida la recurrente y que derivó en el procedimiento sancionador. Tampoco la parte ha venido a cuestionar al caso de autos la base normativa sobre la que se apoya la posibilidad de acordar prueba de oficio.

Ya en la providencia de 24-9-2014 acordando prueba (folios 613 y ss) se deja patente la finalidad de la misma, exclusivamente técnica:

"A la vista de las alegaciones formuladas por la representación de la expedientada sobre la valoración de las AFS de Eroski en el período comprendido entre el 16 de junio 2010 y el 31 de octubre de 2011, sustentadas por el informe de valoración elaborado por Netvalue con fecha 7 de agosto de 2014, mencionado en el Fundamento precedente, que pretenden desvirtuar la valoración realizada por la Unidad de Valoración del Departamento de Estadísticas y Publicaciones de la CNMV, resulta pertinente, al amparo de lo dispuesto en los artículos 80 y 137 la Ley 30/1992, 17 del RD 1398/1993 y 9 RD 2119/1993, abrir un período prueba a fin de solicitar la Unidad de Valoración del departamento de Estudios Estadísticas y publicaciones de la CNMV como autora del Informe de valoración cuestionado por la representación de la expedientada, la emisión de un Informe técnico que, con la argumentación técnica que corresponda, justifique la valoración contenida en su informe de fecha 11 de junio de 2013 y que, asimismo, manifieste su opinión técnica en relación con el Informe de valoración emitido por Netvalue, aportado junto con el escrito de alegaciones al Pliego de Cargos así como en relación con los informes emitidos por PVJC con fecha 28 de febrero 2011 y 4 de septiembre de 2013." (Sic con el añadido del subrayado).

Es por ello que dentro del procedimiento sancionador se ha respetado el derecho a la prueba ya que ha habido posibilidad probatoria de parte más que suficiente sin que el derecho a la prueba que esgrime por el recurrente haya de entenderse como absoluto e ilimitado en el sentido de que la Administración haya de plegarse a la necesidad de otra pericial más, como dirimente, ante la eventualidad de que los peritos de parte y el

órgano técnico de la Administración mantengan una valoración distinta de la cuestión que, además, no es el caso (ver segundo informe de PwC). La Administración ha hecho lo que corresponde en derecho: motivar la primacía y coherencia de su informe técnico frente a los de parte (no es una cuestión de peso o de número), apreciando en lo que corresponde que, precisamente, una de las periciales de parte viene a ser coincidente con la valoración de su órgano técnico en cuanto a que el nominal se apartaba del valor razonable y en las proporciones en las que se producía esta discrepancia y, en consecuencia, denegar motivadamente la necesidad de más prueba (art. 80-3 y 137-4 de la LRJ-PAC 30/1992 y arts. 35 -1 f) y 77-3 de LPAC 39/2015) pues *“El instructor del procedimiento sólo podrá rechazar las pruebas propuestas por los interesados cuando sean manifiestamente improcedentes o innecesarias, mediante resolución motivada”*.

En cuanto al cuestionamiento que se hace de la virtualidad probatoria del informe de la Unidad de Valoración de la CNMV (informe de 12-12-2014, folios 634 a 643 del expediente) a socaire de, en primer lugar, cuestionar la imparcialidad de esta Unidad al haber emitido un informe con carácter previo a la incoación del expediente sancionador (informe de 11-6-2013, folios 46 a 49 del expediente Anexo 5 del Informe Razonado del Departamento de Supervisión ESI ECA de la Dirección General de Entidades de la CNMV, informe emitido a solicitud del Departamento de Supervisión ESI-ECA de la CNMV, a fin de integrar la inspección que se estaba llevando a cabo) y, en segundo lugar, sobre la base de que el informe que se solicitó en el periodo de prueba dentro del procedimiento sancionador es un informe cuyo objetivo único era el de que se revisasen las bases de aquel informe inicial, a la vista del informe pericial de parte emitido por NetValue, reiteramos lo dicho en párrafos antecedentes.

La Unidad de Valoración de la CNMV es el órgano donde organizativamente está centralizada la valoración de productos financieros complejos por lo que su imparcialidad no se ve comprometida sobre la base de que haya emitido informes anteriores en relación a la cuestión y es precisamente dentro de esa lógica administrativa que, visto el informe de parte (el primero de NetValue) y los reproches técnicos que en él se hacían, se pidan al órgano técnico las razones técnicas que vengan a justificar las diferencias existentes entre las conclusiones de los diferentes informes. A ello unimos lo dicho acerca de los cambiantes y divergentes informes de parte (la propia NetValue vino a reconocer errores de metodología) y de su posterior actuación coherente con lo que venía a resultar del segundo informe de PwC coincidente con el de la Unidad de Valoración efectuado en prueba y que venía a confirmar los datos resultantes del primer informe de esta Unidad.

En cuanto a la denunciada *“INFRACCIÓN ADICIONAL DE LAS NORMAS DE PROCEDIMIENTO ESTABLECIDAS: EMISIÓN DEL INFORME FAVORABLE POR EL PROPIO ÓRGANO QUE MATERIALMENTE DICTÓ LA RESOLUCIÓN SANCIONADORA”* (sic), que se articula sobre la base de lo que se hace constar en el antecedente 23 de la resolución sancionadora denunciando que el órgano llamado a resolver el procedimiento sancionador hubiera interviniendo informando en el mismo.

Para centrar la cuestión conviene efectuar una transcripción literal de dicho antecedente, el último de la resolución sancionadora:

"Vigésimo tercero:

"Con fecha 5 de junio de 2015, el Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa - actuando por delegación del Sr. Ministro de Economía y Competitividad-, vista la Propuesta de Resolución elevada por el Consejo de la CNMV, considera:

"Que el procedimiento ha sido tramitado con el cumplimiento de todas las formalidades establecidas en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y demás normas aplicables; que los hechos probados por la instrucción suponen una infracción muy grave de la letra z) bis del artículo 99 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; que, de acuerdo con la atribución de competencias contenida en el artículo 97.1 c) de la citada ley, en su redacción vigente en el momento de iniciación del presente procedimiento sancionador, correspondía al Ministro de Economía y Competitividad, a propuesta de la CNMV, la facultad de imponer las sanciones por infracciones muy graves; que el apartado 26 del artículo 94 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial ha modificado dicho artículo 97 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores para atribuir a la CNMV la imposición de sanciones por infracciones muy graves, graves y leves de preceptos de obligada observancia comprendidos en las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores; que, no obstante lo anterior, el apartado 3 de la disposición transitoria cuarta de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, dispone que los procedimientos sancionadores que ya se hubieran iniciado a la fecha de entrada en vigor de dicha Ley, se regirán por las normas procedimentales vigentes con anterioridad a su entrada en vigor hasta su finalización; que el presente procedimiento sancionador se inició con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial; que, en consecuencia, la competencia para resolver el presente procedimiento sancionador le corresponde al Ministro de Economía y Competitividad; que la propuesta de resolución elevada por la CNMV, en virtud del Acuerdo del Consejo de 26 de mayo de 2015, cuyos antecedentes de hecho y de derecho se dan por reproducidos, se ajusta a la vigente normativa aplicable, este Ministro la hace suya, con todos sus hechos y consideraciones jurídicas."

Dicho alegato de parte no merece mayor comentario que el hacer constar que la data que figura respecto a lo que la actora considera informe previo, que no es tal, es la misma de la OM sancionadora, 5-6-2015, y dicho antecedente responde a la cláusula de estilo, final en todas las resoluciones, de manifestarse por la autoridad resolutoria si se han cumplido o no las formalidades en la tramitación del expediente.

A tal efecto normativamente se exige que los actos administrativos se produzcan por el órgano competente ajustándose a los requisitos y al procedimiento establecido y que el contenido de los actos se ajuste a lo dispuesto por el ordenamiento jurídico y "será determinado y adecuado a los fines de aquéllos" (art. 34 de la LPAC 39/2015) y la resolución que ponga fin al procedimiento decidirá todas las cuestiones planteadas por los interesados y aquellas otras derivadas del mismo (art. 88-1 de la LPAC 39/2015),

interesando indiscutiblemente al caso de autos el determinar cuál eran las normas procedimentales que debían regir el procedimiento ante la existencia de un cambio normativo durante la sustanciación del mismo sin que la parte haya venido a cuestionar lo razonado al respecto en el mencionado antecedente ni la competencia del que dicta la resolución sancionadora.

4.- En cuanto a la tipificación de los hechos se viene a defender que la conducta imputada no tiene encuadre en el tipo del artículo 99 z) bis de la LMV, vulnerándose el principio de tipicidad y de legalidad en materia sancionadora toda vez que BBVA contaba con medidas de gestión de conflictos de interés, "Política Corporativa del Grupo BBVA en el Ámbito de los Mercados de Valores", aprobado en 2008 y vigente entre 2010 y 2011, y puesto que dicho documento no contemplaba la existencia de un conflicto de interés en la intermediación de operaciones entre clientes, en relación a las preferentes o demás valores subordinados, no se habrían inaplicado, ni siquiera de forma ocasional o aislada, ninguna de las medidas o políticas de gestión de los conflictos de interés.

Comenzaremos por hacer una exégesis del precepto para determinar cuáles son los elementos, en este caso objetivos, que conforman el tipo y posteriormente veremos si se había producido o no una situación conflicto de interés, y si esta situación fue o no ocasional o aislada y si de ella se derivaba perjuicio a los clientes.

La redacción del precepto sancionador se modificó con la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (LES) siendo que la conducta sancionada tuvo lugar, de forma continuada, desde el 16-6-2010 hasta el 3-10-2011.

El **art. 99 z bis) de la LMV** consideraba infracción muy grave: "*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 cuando hubiera perjuicio para los clientes" y como infracción grave en el art. 100 t) remitía a "*La inobservancia por quienes presten servicios de inversión de las obligaciones, reglas y limitaciones previstas en (...) los artículos (...) 70 quáter, (...), cuando no constituya infracción muy grave*".*

Con la reforma llevada a cabo por la LES 2/2011, el **art. 99 z bis) de la LMV** remite, como infracción muy grave, a: "*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 79, 79 bis de esta Ley o la falta de registro de contratos regulado en el artículo 79 ter", y el art. 100 t) de la LMV se refiere como infracción grave a "*La inobservancia ocasional o aislada por quienes presten servicios de inversión de las obligaciones, reglas y limitaciones previstas en el artículo 70 ter. 2 y 3, o en los artículos 70 quáter, 79, 79 bis, 79 ter, 79 quinquies y 79 sexies*".*

La literalidad de lo expuesto permite concluir que tras la reforma introducida por la LES 2/2011 (entrada en vigor el 6-3-2011), la tipificación de la infracción como muy grave, frente a la grave, viene caracterizada por la entidad 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 muy grave el perjuicio causado a los clientes sin perjuicio de 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. 70 quáter de la LMV** en cuanto a los conflictos de intereses viene a señalar que:

"1. De conformidad con lo dispuesto en la letra d), apartado 2, del art. 70 ter, 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.

Igualmente 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.

2. 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.

3. 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."

A criterio de la Sala no cabe duda que la operativa generalizada de case al 100% nominal si este valor aparecía alejado (por notoriamente inferior) del valor razonable (hecho sobradamente probado en el particular de las emisiones de EROSKI identificadas) generaba una situación de conflicto de intereses indiscutible entre clientes compradores y clientes vendedores, situación de conflicto que la recurrente como intermediario no detectó ni resolvió debiendo hacerlo pese a la política de gestión que tenía establecida,

situación, además, de la que se derivaba un perjuicio efectivo para los compradores de estas emisiones.

Reiteramos que la situación de conflicto de intereses no se deriva exclusiva y necesariamente de que el case se produzca al 100% del nominal sino del añadido de que ello se produce cuando el valor razonable del activo es notoriamente inferior. De ahí lo irrelevante al caso de los argumentos centrados en defender la práctica del case al 100% del nominal en los años previos. Nada hay que objetar a dicha práctica cuando la misma se produzca en un contexto en que el nominal venga a representar el valor razonable y sin que ello avale que se puedan alegar "errores de prohibición" para dar cobertura a la intermediación llevada a cabo por la recurrente con las emisiones de EROSKI que nos ocupan cuando se había roto ese equilibrio y menos aún desde la comunicación dirigida al sector en su generalidad el 16-6-2010 y que era suficientemente explícita al caso.

El que el BBVA contara con una política general de gestión de conflictos de interés que sin embargo no contemplaba la existencia de un conflicto de interés como el descrito en la intermediación de operaciones entre los clientes con los valores de EROSKI que nos ocupan, reafirma el incumplimiento de la obligación en los términos que viene establecida por el art. 70 quáter de la LMV. No basta con tener nominalmente una política de gestión de intereses, política que además en aras a la eficacia que se le exige, debe de ser flexible e ir evolucionando y adaptándose a los conflictos de intereses que puedan ir surgiendo en la prestación de los servicios financieros. La tesis de la demanda llevaría de que solo merece la consideración de conflicto de intereses aquella situación que se reconozca como tal en la política de gestión de conflictos establecida por la entidad en el momento en que se establece dicha política de gestión, cuando de lo que se trata es que surgido el conflicto, la política establecida debe ser eficaz en la detección del mismo y destinada a evitar que se generen perjuicios a los clientes, lo que evidentemente no se produjo en el caso de autos pues la operativa estructural de case era generalizada al 100% del nominal (el sistema no dejaba fluctuar el precio, precio que siempre era el 100% del nominal, y no en vano las alegaciones de parte no van dirigidas a contratar este hecho sino a afirmar que el nominal de EROSKI coincidía con el valor razonable), operativa que se mantuvo en esta generalidad durante más de 15 meses ya que solo se cesó en ella a requerimiento expreso de la CNMV, y en, el particular de las emisiones de EROSKI, el número de operaciones realizadas sobre estas 2 emisiones fue de 465 por un importe nominal de 6,1 millones de euros. Se superan ampliamente los límites de relevancia que exige el tipo para la infracción muy grave.

En cuanto a la elevada remuneración ofrecida por las AFS de EROSKI ya que "*EROSKI HA SEGUIDO PAGANDO DESPUÉS DE 2011 LOS INTERESES COMPROMETIDOS EN LAS CONDICIONES DE EMISIÓN DE LAS AFS*" (sic) y la ausencia de perjuicios efectivos para los clientes, perjuicios que se viene a defender que en todo caso serían latentes pues no se materializan hasta la venta de las AFS de EROSKI, hemos de concluir que ello no puede encubrir que el case generalizado al 100% de su nominal siendo este notoriamente alejado del razonable del mercado, supone para los clientes compradores un perjuicio que se consolida en el mismo momento de la compra, desde el mismo momento en el que adquirirían un valor a un precio muy superior al valor razonable. Podían haber

comprado a un precio más bajo y seguir obteniendo esa elevada remuneración que defiende la parte, remuneración que no depende del caso en que ella intermediaba sino del valor en sí mismo considerado, con lo cual la ganancia hubiera sido mayor.

Ante su aplastante lógica, se comparten plenamente los argumentos expuestos en la resolución sancionadora, cuando hace constar:

"En efecto, que los titulares de AFS de Eroski sigan cobrando los intereses de las AFS no es más que una consecuencia de las condiciones que incorporan las emisiones de los valores que adquieren, siendo el que sean mayores o menores que los de mercado la incorporación de diversas circunstancias económicas de los propios valores, circunstancias estas y aquellas ajenas y sin relación alguna con las operaciones a precios alejados de su valor razonable y, por ende, que no derivan del cargo imputado sino de las propias características económicas de los valores.

El segundo argumento, que sostiene que los perjuicios, de existir, serían meramente latentes y no efectivos, en nada altera la imputación que se hace sobre la base de su existencia. La distinción entre perjuicios latentes y efectivos no se recogía en el artículo 99 z bis) de la LMV, que únicamente exigía la existencia de perjuicios derivados de la actuación infractora y ello, sin distinguir y por tanto sin otorgar relevancia infractora a que los mismos estuvieran o no materializados. Esto es, los perjuicios latentes son perjuicios que es lo que exigía el tipo infractor en orden a otorgar relevancia infractora y considerar la infracción como muy grave, que se materialicen o no podrá tener relevancia en otros órdenes como en el tributario a efectos de constituir el hecho imponible, pero no se contienen en las exigencias que preveía la antigua redacción del tipo infractor del artículo 99 z bis) de la LMV.

Pero es que además, en los casos que nos ocupa los clientes compradores sufrían una disminución patrimonial desde el mismo momento en el que adquirían un valor a un precio muy superior al valor razonable, por lo que, desde el mismo momento en el que se perfeccionaba la compraventa de las AFS de Eroski ya se estaba materializando el perjuicio, la disminución patrimonial, al entrar en el patrimonio de los compradores un bien adquirido a un precio del 100% del valor nominal que resulta notablemente superior al valor razonable que se sitúa en una de las emisiones el mejor de los casos al 81,50% y del 34,60% en el peor y en la otra en el mejor al 73,20% y del 29,90" en el peor, pero que tanto en uno como en otro, el perjuicio de inicio era bastante significativo. (Sic con el añadido del subrayado).

Existe por tanto una situación de conflicto de intereses, no ocasional ni aislada, que en el particular del caso determinaba perjuicios para los clientes compradores, situación que la actora no detectó ni gestionó, debiendo hacerlo, ante la ineficacia de la política de gestión que tenía establecida con lo que la acción descrita queda plenamente integrada en el tipo de la infracción grave del art. **art. 99 z bis)** de la LMV, ya atendamos a su redacción anterior o posterior de dicho precepto a resultados de la modificación introducida en la LES 2/2011.

5.- En cuanto al elemento subjetivo, a la culpabilidad, se niega la misma y se viene a defender que BBVA, en el primer trimestre de 2011, encargó una valoración de las AFS a un experto independiente, PwC, que venía a establecer que el valor razonable se situaba en el 100%, por lo que BBVA, con arreglo a ese informe, habría estado cumpliendo con buena fe el criterio de la CNMV expresado en la carta de junio de 2010, al disponer de una opinión independiente que legitimaba su actuación. Del mismo modo, se insiste en la buena fe de la actuación de BBVA, que cesó en la aplicación del mecanismo de case interno de las operaciones tras el requerimiento de la CNMV en octubre de 2011.

Sobre la base de que la responsabilidad puede establecerse también por negligencia (art. 130 LRJ-PAC) añadiremos a lo ya dicho en el FJ 2 de la presente al hablar de las actuaciones previas al procedimiento inspector y a lo señalado acerca del mutante criterio de PwC, lo ya dicho por la propia resolución sancionadora:

“En todo caso, y si bien es cierto que la entidad encargó un informe a PwC, que está fechado el 28 de febrero de 2011, el informe no sólo recogía las AFS de Eroski sino todas las emisiones que comercializaba BBVA, tal y como reza el precitado informe. En el mismo se hace constar que el análisis toma en consideración para la valoración de las AFS no a Eroski, como entidad emisora de las mismas, sino al Grupo al que pertenece, esto es, al Grupo Mondragón, lo que a poco que se hubiera puesto atención al informe podría haberse deducido que el mismo no era completo o podría contener ciertos déficits, cuidado que, desde luego, es exigible a BBVA como entidad de crédito, como entidad emisora y como entidad de liquidez de una de las emisiones, como posteriormente se pone de manifiesto en el segundo informe que se encarga a PwC, ya en el año 2013, en el que se ocupa únicamente de las AFS de Eroski y se centra en Eroski y no en el Grupo Mondragón. El resultado de la valoración de este segundo informe (en forma de borrador sujeto a cambios) que hace suyo BBVA, como se ha señalado en la valoración de alegaciones anteriores, es similar al que llega el informe de la Unidad de Valoración de la CNMV y que concluye que es notablemente inferior al 100%.

En este sentido, puede afirmarse que BBVA no desplegó toda la diligencia que le es exigible a fin de detectar el conflicto de interés generado con el case interno de AFS de Eroski y gestionar correctamente el mismo.

Por lo demás, el cese inmediato en el funcionamiento del sistema de case interno de AFS de Eroski no es más que la consecuencia de un requerimiento de información y del ejercicio de las facultades administrativas de supervisión de la CNMV que, a nuestro juicio, no influyen en las exigencias de culpabilidad en la actuación de la entidad.

(...) En cualquier caso, no se discrepa de la opinión sobre el hecho de que la comunicación de la CNMV no era norma jurídica; efectivamente ni lo era, ni la Carta tenía esa pretensión, ni la CNMV le otorga ese carácter. La obligación de la identificación como situación de conflicto de interés y de las medidas a adoptar para su gestión correcta estaban claramente delimitadas en la LMV y las normas reglamentarias que la desarrollan, como se ha explicado con anterioridad, por lo que

la citada Carta, no venía a innovar el ordenamiento jurídico, sino que se dirigía, simple y llanamente a poner de manifiesto la obligación recogida en la LMV. No hay nada en la Carta de 16 de junio de 2010, recordando al sector que determinada situación, el case interno de operaciones entre clientes minoristas a precios alejados de su valor razonable suponía un conflicto de interés que debía gestionarse de manera correcta o en su defecto informar a los clientes de su existencia."

Por todo ello procede confirmar en su integridad la resolución recurrida.

6.- 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 **BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.** 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.