



Roj: **SAN 3465/2019** - ECLI: **ES:AN:2019:3465**

Id Cendoj: **28079230032019100447**

Órgano: **Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso**

Sede: **Madrid**

Sección: **3**

Fecha: **11/09/2019**

Nº de Recurso: **1157/2018**

Nº de Resolución:

Procedimiento: **Procedimiento ordinario**

Ponente: **ISABEL GARCIA GARCIA-BLANCO**

Tipo de Resolución: **Sentencia**

## **AUDIENCIA NACIONAL**

**Sala de lo Contencioso-Administrativo**

### **SECCIÓN TERCERA**

**Núm. de Recurso:** 0001157 / 2018

**Tipo de Recurso:** PROCEDIMIENTO ORDINARIO

**Núm. Registro General:** 07389/2018

**Demandante:** PRIM, S.A.

**Procurador:** D. ARGIMIRO VÁZQUEZ GUILLÉN

**Letrado:** D. JOSÉ MANUEL SALA ARQUER

**Demandado:** MINISTERIO DE ECONOMIA Y COMPETITIVIDAD

**Abogado Del Estado**

**Ponente Ilma. Sra.:** D<sup>a</sup>. ISABEL GARCÍA GARCÍA BLANCO

### **SENTENCIA N<sup>o</sup>:**

**Ilmo. Sr. Presidente:**

D. JOSÉ FÉLIX MÉNDEZ CANSECO

**Ilmos. Sres. Magistrados:**

D. FRANCISCO DIAZ FRAILE

D<sup>a</sup>. ISABEL GARCÍA GARCÍA BLANCO

D<sup>a</sup>. LUCÍA ACÍN AGUADO

D<sup>a</sup>. ANA MARÍA SANGÜESA CABEZUDO

Madrid, a once de septiembre de dos mil diecinueve.

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 1157/2018**, se tramita a instancia de la entidad **PRIM. S.A.**, representada por el Procurador D. Argimiro Vázquez Guillén, y asistido por el Letrado D. José Manuel Sara Arquer, contra Resolución de 28-9-2018, dictada por el Ministro de Economía y Empresa, por la que se desestima el recurso de alzada interpuesto contra la Resolución del Consejo de la CNMV de fecha 17-4-2018 (expediente sancionador nº NUM000 ) 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 13/11/2018 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 con sus copias, se sirva admitirlo y tenga por formalizada en tiempo y forma DEMANDA en el recurso contencioso-administrativo de referencia interpuesto contra la Resolución de la Ministra de Economía y Empresa de fecha 28 de septiembre de 2018 y, en la medida que quedó confirmada por ésta, la Resolución del Consejo de la CNMV de 19 de abril de 2018, y dicte Sentencia por la que declare nula y sin efecto la Resolución recurrida por violación del principio de presunción de inocencia, garantizado en el artículo 24.2 de la Constitución, por las razones expuestas en los Fundamentos de Derecho de este escrito de demanda y atendiendo a la documentación que obra en el expediente administrativo."

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 contestada la demanda deducida en el presente proceso y, previos los trámites legales, dicte sentencia por la que se desestime el recurso, confirmando íntegramente la resolución impugnada, con expresa imposición de costas a la parte recurrente."

3.- Contestada la demanda quedaron los autos conclusos para sentencia. Por providencia de 17 de julio de 2019 se hizo señalamiento para votación y fallo el día 10 de septiembre de 2019, 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<sup>a</sup> ISABEL GARCÍA GARCÍA BLANCO.

## FUNDAMENTOS JURIDICOS

1.- En el presente recurso se impugna la resolución de 28-9-2018, dictada por el Ministro de Economía y Empresa, por la que se desestima el recurso de alzada interpuesto contra la Resolución del Consejo de la CNMV de fecha 17-4-2018 (expediente sancionador n<sup>o</sup> NUM000) en la que se dispuso:

" Imponer a PRIM, S.A. y a su Presidente, D. Benito por la comisión de una infracción grave tipificada en el artículo 100 w), en relación con el artículo 83 ter 1. a), ambos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ( artículo 295.4, en relación con el artículo 231.1.a), del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre), por la realización de prácticas de manipulación de mercado con acciones propias en 29 sesiones bursátiles de 2015; una MULTA por importe, respectivamente, de 125.000 euros (CIENTO VEINTICINCO MIL EUROS) y 30.000 euros (TREINTA MIL EUROS) ".

Los hechos de los que se parte para establecer la sanción vienen reflejados en la resolución sancionadora con base a los datos ofrecidos por la UVM, datos no cuestionados ni demostrados inexactos en su realidad:

### " 6.1. EN RELACIÓN CON LA OPERATIVA SOBRE ACCIONES PROPIAS.

En el presente informe se ha analizado la operativa sobre acciones propias realizada por PRIM durante el año 2015.

El Presidente de PRIM, Benito, indica que el objetivo de esta operativa sobre acciones propias es la provisión de liquidez, si bien en el periodo de referencia, **dicha entidad no tenía firmado ningún contrato de liquidez** y su operativa se realizaba a través de un contrato de intermediación firmado con LINK, **siendo Benito el responsable y decisor de cada una de las operaciones realizadas sobre acciones propias**.

En este contexto, por lo que se refiere a la operativa para la autocartera, la normativa vigente contempla la provisión de liquidez como práctica que, en cumplimiento de determinadas condiciones, no es constitutiva de abuso de mercado.

Los límites y condiciones establecidos en la circular 3/2007 de la CNMV para considerar la provisión de liquidez como una práctica de mercado aceptada, son entre otros:

- **No se deberá ejercer nunca una posición dominante** en la contratación de las acciones del emisor. A estos efectos, en ningún caso se superará el **25% del promedio diario de negociación** del mercado de órdenes del mercado secundario oficial en las **30 sesiones anteriores**.



- Durante los periodos de subasta y muy especialmente en la de cierre, se deberá **extremar la cautela**, para evitar que su actuación influya de manera decisiva en la evolución de los precios.

Sin embargo, las actuaciones de investigación llevadas a cabo por la UVM, han puesto de manifiesto que la operativa realizada a nombre de PRIM durante el año 2015, no puede considerarse como práctica aceptada desde el punto de vista de la provisión de liquidez, con independencia de que en este caso no se hubiera suscrito un contrato de liquidez propiamente dicho, por cuanto que:

- En el **18% y el 38% de las sesiones** en las que interviene PRIM para la autocartera (un total de 32 sesiones), **sus compras o ventas respectivamente superan el 25%** de la media negociada en las 30 sesiones anteriores.

- PRIM participa **comprando en 13 de las subastas de apertura y en 13 de las de cierre** celebradas durante todo el periodo analizado, **concentrando más del 50% del volumen** de dichas subastas en la mayoría de ellas. Por otro lado realiza **ventas en 10 subastas de apertura**, en la mayoría de las cuales también **supera el 50%** del volumen negociado. (...) Por tanto, puesto que no se puede considerar que la operativa a nombre de la autocartera de PRIM en el periodo objeto de análisis en este informe constituya práctica de mercado aceptada, ha de analizarse dentro del ámbito de aplicación del artículo 231 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y del Real Decreto 1333/2005 que lo desarrolla.

Consideraciones en relación con la alteración de la libre formación del precio por parte de la operativa sobre acciones propias de PRIM:

1. Por lo que se refiere al volumen que representa la operativa sobre acciones propias realizada:

- PRIM realiza operaciones sobre acciones propias a lo largo de 117 sesiones de 2015 (46% de todas las sesiones del periodo).

- En el **43% de las sesiones** en las que PRIM realiza compras o ventas (50 sesiones), su operativa **representa más del 25% del total negociado** y en el **19%** de las mismas (22 sesiones) sus compras o sus ventas representan **más del 50%** del volumen negociado.

- **En 29 sesiones concurre que las compras o las ventas a nombre de PRIM representan más del 25% del volumen de compra o venta negociado en la sesión (superando el 50% en 14 de ellas) y más del 50% de la negociación de la subasta de apertura o de las 500 acciones que determinan el precio de cierre de la sesión**.

2. Por lo que se refiere a la incidencia en la formación de los precios:

- El análisis de las ejecuciones de compra y venta así como el de las órdenes sobre acciones propias, muestra que la actuación de PRIM para la autocartera no tiene como resultado un cambio significativo de su cotización.

- En **66 sesiones** la operativa sobre acciones propias **interviene** en alguno de los periodos en los que se fija alguno de los **precios de referencia** de la sesión (precio de apertura o cierre). Su operativa representa **más del 50% del volumen negociado** de dichos periodos en la mayoría de ellos, **lo que necesariamente incide de forma directa o indirecta en la formación del precio de referencia**.

De todo ello se extrae que aunque la operativa sobre acciones propias a lo largo de 2015, no produce un cambio significativo en el precio del valor, se trata de una **operativa que de forma continua y habitual tiene una posición dominante o al menos significativa, en el volumen de oferta y demanda** de numerosas sesiones del año 2015, lo que tiene como resultado una **incidencia en la formación del precio** en condiciones no equitativas de negociación, en especial en las sesiones en las que la operativa para la autocartera mantiene la posición dominante en los periodos en los que se fijan los precios de referencia.

En definitiva, no puede considerarse que el emisor se haya conducido con la especial cautela que la normativa vigente en aplicación de la LMV (y también del propio RIC de PRIM), exige a la operativa sobre acciones propia y se considera que al menos **en las 29 sesiones en las que concurre que la operativa sobre acciones propias concentra más del 25% del volumen negociado en la sesión y más del 50% de las acciones negociadas en alguno de los periodos de subasta, 1 PRIM transmite señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio**, ya que en estas sesiones:

- La operativa sobre acciones propias tiene una posición dominante o al menos significativa sobre la oferta o la demanda lo que tiene como resultado dar al mercado una imagen falsa o errónea de la liquidez del valor.

- PRIM concentra la mayoría del volumen negociado en el momento en el que se fijan los precios de referencia de apertura o cierre determinando de forma al menos indirecta, dichos precios con el efecto de inducir a confusión a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de apertura o cierre.

En conclusión, sin perjuicio de que a lo largo de todo el periodo analizado PRIM haya podido incidir en la libre formación de los precios en más sesiones de las 29 señaladas en el ANEXO I, a los efectos de determinar



la realización por parte de la operativa sobre acciones propias de PRIM, de las prácticas que (...) constituyen manipulación de mercado, hemos de concluir que **al menos en esas sesiones, la actuación de PRIM ha proporcionado indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta o la demanda del valor con el resultado de fijar de forma directa o indirecta el precio de compra o venta en condiciones no equitativas de negociación** ".

Asimismo, en el Fundamento Cuarto de la Resolución se contiene la motivación del encaje tipificador realizado, debiendo reiterarse lo allí manifestado, que se pronunciaba en los siguientes términos:

"Pues bien, a la vista de lo expuesto se ha de concluir que los hechos probados constituyen una práctica de manipulación de mercado, puesto que de manera reiterada PRIM, vulnerando las limitaciones impuestas a las operaciones de autocartera, realizó operaciones sobre sus propias acciones que supusieron adoptar una clara posición de dominio en las posiciones compradoras o vendedoras, generando señales engañosas sobre el volumen negociado y liquidez del valor y también interfiriendo en el proceso de formación de precios al ejercer esta posición de dominio en la apertura o cierre de las sesiones, lo que ha de subsumirse en las conductas prohibidas descritas en el artículo 231.1.a) del TRLMV.

Así, la conducta proporcionó indicios falsos sobre los elementos básicos configuradores de la negociación del valor -oferta y demanda-, asegurándose mediante las operaciones sobre sus propias acciones, una posición de influencia significativa en las sesiones investigadas e imponiendo al resto de intervinientes, unas condiciones no equitativas de negociación. Adicionalmente, su intervención activa afectó a los períodos de fijación del precio de referencia -tanto en sesiones con subasta de apertura o de cierre o sin ellas-, situando el precio de las acciones en un nivel anormal o artificial, pues no respondía a posiciones neutrales de terceros compradores o vendedores, generando alteraciones en el precio de cotización, si bien de forma no significativa, lo que conlleva la tipificación de la conducta como infracción grave, tal y como se analiza a continuación.

En efecto, con el fin de llevar a cabo el **juicio de tipicidad** sobre la conducta desplegada por PRIM, se ha de considerar, de un lado, el tipo sancionador recogido en el artículo 99 i) de la LMV (actualmente artículo 282.5 del Texto refundido), que tipifica como infracción muy grave, la práctica manipuladora en la que ha incurrido la Entidad, exigiendo como elemento de cualificación, la existencia de un nexo causal entre la conducta y la producción de una alteración significativa de la cotización del valor en cuestión. De otro lado, el artículo 100 w) de la LMV (actualmente 295.4 del Texto refundido) prevé la infracción de naturaleza grave, en el caso de que no concurra el resultado indicado.

En el caso de PRIM, se ha acreditado una conducta manipuladora, pues a través de la autocartera, la emisora desplegó una práctica extendida en el tiempo, afectando a 29 sesiones bursátiles, mediante la adquisición de una posición de dominio en el volumen de acciones, fijando unas condiciones de negociación que no respondían a las posiciones de compra o venta de terceros inversores independientes y proporcionando, por tanto, una imagen distorsionada -indicios falsos o engañosos-, en cuanto a la oferta o demanda de las acciones. Además, como se ha indicado, su intervención en volumen resultó tan significativa que afectó artificialmente e indirectamente a los precios de referencia de las sesiones -apertura o cierre-. No obstante, ello no generó modificaciones relevantes en el precio de cotización. Por ello, de acuerdo con lo expuesto en el informe razonado: **" aunque la operativa sobre acciones propias a lo largo de 2015, no produce un cambio significativo en el precio del valor, se trata de una operativa que de forma continua y habitual tiene una posición dominante o al menos significativa, en el volumen de oferta y demanda de numerosas sesiones del año 2015, lo que tiene como resultado una incidencia en la formación del precio en condiciones no equitativas de negociación, en especial en las sesiones en las que la operativa para la autocartera mantiene la posición dominante en los periodos en los que se fijan los precios de referencia"**.

De acuerdo con lo expuesto, al no concurrir el elemento de cualificación exigido por el tipo sancionador de carácter muy grave, la conducta ha de subsumirse en el tipo que recoge la infracción grave, recogido en el artículo 100 w) de la LMV (actualmente artículo 295.4 del TRLMV)" .

2.- Resumidamente, la recurrente viene a negar la existencia de una práctica de manipulación sobre la base de alegar que no habiendo firmado un contrato de liquidez no se le pueden aplicar directamente los límites previstos en la Circular 3/2007 de la CNMV.

El **art. 100 de la LMV** señala:

" Constituyen infracciones graves de las personas físicas y jurídicas a que se refiere el artículo 95 de esta Ley, los siguientes actos u omisiones: (...) w) El incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la presente Ley, cuando no constituya infracción muy grave conforme a lo dispuesto en el artículo anterior. ",

y el **art. 83 ter.1 a) de la LMV** viene a determinar que:



" 1. Toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores debe abstenerse de la preparación o realización de **prácticas que falseen la libre formación de los precios** . Como tales se entenderán las siguientes:

a) Las operaciones u órdenes:

**Que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros** .

Que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate ". Nótese el uso de la conjunción disyuntiva "o" en el párrafo subrayado y resaltado.

En desarrollo del art. 83 ter de la LMV, se dictó el **Real Decreto 1333/2005** , de 11 de noviembre, en cuyo **art. 2** se dispone que:

" 1. Se considerarán prácticas que falsean la libre formación de los precios, es decir, que constituyen manipulación de mercado, a los efectos del artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio , entre otros, los siguientes comportamientos:

a) La actuación de una persona o de varias concertadamente para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un valor o instrumento financiero con el resultado de la fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o de otras condiciones no equitativas de negociación .

b) La venta o la compra de un valor o instrumento financiero en el momento de cierre del mercado con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre .

c) Aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un valor o instrumento financiero o, de modo indirecto sobre su emisor, después de haber tomado posiciones sobre ese valor o instrumento financiero y haberse beneficiado, por lo tanto, de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho valor o instrumento financiero, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de intereses a la opinión pública de manera adecuada y efectiva. En el caso de los periodistas que actúen o título profesional les será de aplicación lo dispuesto en el artículo 83 ter. 1.c) de la Ley 24/1988, de 28 de julio ."

Por otro lado el **art. 3 de dicho RD 1333/2005** , en su apartado 2, viene a señalar que:

" 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 significativo 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.

c) En qué medida las operaciones realizadas, bien entre personas o entidades que actúen una por cuenta de otra, bien entre personas o entidades que actúen por cuenta de otra, no producen ningún cambio en el titular de la propiedad del valor o instrumento financiero, admitido a negociación en un mercado regulado.

d) Cuando las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas incluyen revocaciones de posición en un período corto y representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones del respectivo valor o instrumento financiero en el correspondiente mercado regulado, y podrían estar asociadas con cambios significativos en el precio de un valor o instrumento financiero admitido a negociación en un mercado regulado.

e) En qué medida las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas se concentran en un período de tiempo corto en la sesión de negociación y producen un cambio de precios que se invierte posteriormente.

f) Si las órdenes de negociar dadas cambian el mejor precio de demanda u oferta de un valor o instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado, o en general, la configuración de la cartera de órdenes disponible para los operadores del mercado, y se retiran antes de ser ejecutadas.



g) *Cuando las órdenes de negociar se dan o las operaciones se realizan en el momento específico, o en torno a él, en el que los precios de referencia, los precios de liquidación y las valoraciones se calculan y provocan cambios en las cotizaciones que tienen un efecto en dichos precios y valoraciones ."* (Se ha subrayado los indicios que resultan de interés al caso de autos.

En la conjunción de ambos preceptos legales (arts. 100 w) y 83 ter.1 a) de la LMV) se está tipificando una infracción de peligro abstracto o de mera actividad ya que la infracción grave, a diferencia de la muy grave, no exige que estas prácticas de manipulación desemboquen en la existencia de un resultado representado en una efectiva y significativa alteración en la cotización del valor. De ahí que el art. 99 de la LMV tipifique como infracción muy grave: " i) *El incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la presente Ley, cuando produzca una alteración significativa de la cotización "* (supuesto ya examinado por esta Sala y Sección en su sentencia de 26-4-2016, Rec. 2046/2013 ).

En el caso de autos la sanción se establece por la infracción grave ya que la operativa descrita sobre la autocartera en 2015 no produjo un cambio significativo en el precio del valor.

Como ya dijimos en relación a este tipo sancionador en la Sentencia de esta Sala y Sección de 10-5-2018 (Rec. 889/2016 ), en su FJ 3, sentencia firme al inadmitirse el recurso de casación interpuesto contra la misma por ATS de 2-11-2018 (Rec. 4922/2018 ):

*<" De principio ya vemos que la propia ley es meridianamente clara en cuanto a que la acción típica que puede suponer una manipulación del valor no viene limitada a la directamente dirigida al precio/cotización sino que también comprende la creación de indicios falsos o engañosos en cuanto la oferta y la demanda y entre ellos, evidentemente, se integra el hacer aparecer como líquido un valor que no lo es (una apariencia engañosa de demanda mantenida cuando en realidad es inexistente o muy inferior a la real está alterando la transparencia del mercado y creando en los potenciales inversores una visión falseada de las oportunidades de negocio en relación a los títulos haciéndolos más atractivos de lo que en realidad son ante las falsas expectativas de una fácil y rápida salida en el mercado sin perjuicio de que en ciertas situaciones se acepte y tolere la finalidad de dar liquidez al valor mediante la autocartera). Es por ello que las operaciones con la autocartera siempre suponen una influencia del emisor en el mercado y en el sistema de libre formación de precios sobre la base de la conjunción de la oferta y la demanda, procedentes de terceros independientes y plenamente informados en el seno de un mercado transparente y de ahí el establecimiento de una serie de límites (cualitativos, cuantitativos y de transparencia que se desarrollan oportunamente en el FJ 4 de la resolución de base impugnada) en este tipo de operaciones con títulos propios para evitar que se lancen apariencias engañosas al mercado, límites que van a permitir trazar la línea entre dar liquidez y estabilidad al mercado (hecho no sancionable por falta de antijuridicidad) y alterar o manipular el mismo (hecho sancionable por típico y antijurídico):*

*" Se imponen así en las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores límites de actuación en las operaciones de autocartera para marcar la diferencia entre regularizar, dar liquidez y estabilidad al mercado, y manipular o alterar el mercado o la cotización de las acciones, en el sentido de constituir dichas prácticas, conductas sancionables.*

*Estos límites son de tres tipos:*

*a) Cuantitativo. Es decir, la intervención en el mercado con acciones propias debe de producirse dentro de unos volúmenes razonables, tanto si se trata de valores líquidos como no, ya que sobrepasar determinados porcentajes de contratación se consideraría alteración del precio de las acciones.*

*b) Cualitativo. La intervención en el mercado con acciones propias debe realizarse siguiendo la tendencia que éste ha marcado libremente, nunca generando tendencia propia y menos una tendencia en contra de la marcada por aquel, estableciéndose unas condiciones en cuanto momento, precio y modo de las órdenes.*

*c) Transparencia. El mercado debe conocer en cada momento quien está interviniendo en las operaciones que en él se realizan .*

*Las limitaciones de volumen se establecen para evitar que la entidad domine el mercado en el valor mediante la compra de grandes cantidades. Las de tiempo tienen por finalidad evitar que el emisor fije el precio de apertura o cierre del valor, ya que ambos son considerados por los profesionales del mercado e inversiones como guías de la tendencia del mercado. Las de precio se fijan para evitar que el emisor o personas a él vinculadas fijen nuevos precios o mantengan el precio en niveles difícilmente alcanzables por compradores independientes. Y las de modo o transparencia en que se realizan las operaciones, que se refieren a la necesidad de que todas las operaciones se hagan a través de un mismo intermediario, dado a conocer, con la finalidad de evitar que, utilizando varios, se cree la falsa apariencia de negociación "*



En reflejo de este contenido de antijudicialidad, el art 83 ter de la LMV prohíbe las prácticas manipuladas entendiéndose como tales las operaciones u órdenes que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio, "...a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajusten a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate" y precisamente entre las prácticas aceptadas están las recogidas en la Circular 3/2007, sobre los Contratos de Liquidez y la del Reglamento CE nº 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de los instrumentos financieros, estableciéndose en ambos casos límites, condiciones y restricciones que han de ser respetadas para poder avalar la existencia de legitimidad en las razones que se esgrimen en la operativa con la autocartera.

Ya la Ley de Sociedades de Capital, Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, en su art 509 limita la autocartera en relación al capital suscrito y en cuanto a lo que atañe en la negociación cotizada con títulos propios esta Sala ha tenido ocasión de manifestar que:

<" Como la Sala ha recordado en otras ocasiones (por todas y entre las más recientes SAN de 17 de enero de 2006, recaída en el recurso nº 447/2004 ) es cierto que el precepto que se acaba de transcribir, y a cuya luz debe analizarse la legitimidad de la operativa de autocartera llevada a cabo en este caso, no prohíbe la adquisición de acciones propias dentro de unos volúmenes razonables, a precios reales y, por supuesto, respetando la tendencia del mercado; ni tampoco un tal comportamiento podría incluirse entre los que se han considerado como prácticas manipuladoras por la normativa más arriba citada cuando se trate de operaciones que pueden obedecer al lícito interés del emisor por facilitar a los inversores unos volúmenes adecuados de liquidez y profundidad del valor así como minimizar los posibles desequilibrios temporales que puedan existir entre la oferta y la demanda o simplemente al deseo de adquirir un paquete de acciones para posteriormente amortizarlo, canjearlo o venderlo a un determinado inversor en el mercado. Pero no es menos cierto que, por un lado, las operaciones sobre acciones propias realizadas por las sociedades cotizadas pueden resultar un instrumento apto o un medio eficaz para falsear su cotización en los mercados de valores, y, por otro, la presencia activa del emisor en la negociación de sus propias acciones puede plantear un conflicto de intereses con el resto de los partícipes en el mercado, bien por el uso de información privilegiada, bien por artificios en la cotización de los valores, bien por operaciones que directamente incidan en la formación de los precios por terceros negociadores o bien, en fin, por el efecto inducción que sobre tales precios pueda tener una compra masiva de las propias acciones. Y al objeto de evitar tales nocivas consecuencias es por lo que existen limitaciones normativas a la actuación precisamente para marcar la diferencia entre una intervención en el mercado con acciones propias (dentro de unos volúmenes razonables, siguiendo la tendencia libremente marcada en cuanto a los precios por el propio mercado y con absoluta transparencia de las operaciones que en él se realicen) de aquellas otras actuaciones encaminadas a alterar la cotización de las acciones propias que constituyen prácticas de conducta sancionables . 8>> ( S. AN 4-4-2006 Rec. 567/2004 )

La **Circular 3/2007 de la CNMV** sobre Contratos de Liquidez, (BOE, de 12 de enero de 2008), en cuanto al propósito legítimo esgrimido por el recurrente como causa justificativa de su práctica con la autocartera de XXXXX, en orden a facilitar al mercado unos volúmenes adecuados de liquidez, en su exposición de motivos viene a señalar que:

&quot;La falta de liquidez en valores de renta variable supone un inconveniente para el adecuado desarrollo y funcionamiento del mercado y puede implicar perjuicios para los inversores e intermediarios. En línea con lo dispuesto por otros supervisores de valores de la Unión Europea, determinados mecanismos que persigan aumentar la liquidez de un valor pueden resultar oportunos si estos actúan de forma que minimicen la emisión de señales erróneas y no empañen el ordenado funcionamiento del mercado.

El Real Decreto 1333/2005, de 1) de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado, fija el procedimiento y los elementos a tener en cuenta para que la Comisión Nacional del Mercado de Valores pueda declarar aceptada una práctica de mercado, a los efectos de valorar la inexistencia de manipulación de mercado siempre que dicha práctica se lleve o cabo por motivos legítimos.

Los Contratos de Liquidez a los que se refiere esta disposición tienen por objeto la provisión de liquidez por parte de un intermediario que, actuando por encargo del emisor, realiza operaciones de compra y venta en el mercado secundario oficial sobre los acciones de dicho emisor (...).

Teniendo en cuenta que esta actividad podría suponer una manipulación de mercado en el sentido de lo establecido en el apartado 1 del artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y de lo Directiva 2003/6/CE, esta Circular tiene por objeto determinar los límites y las condiciones en que las operaciones



realizadas en virtud de estos contratos pueden considerarse como una práctica aceptada a los efectos de lo previsto en el citado artículo 83.ter.1.a) de la Ley 24/1988".

En el ámbito de la Circular 3/2007 se exige la existencia de un contrato de liquidez con "el único objetivo de favorecer la liquidez de los transacciones y la regularidad de la cotización de sus acciones, dentro de los límites establecidos en la autorización otorgada por su Junta General de Accionistas para la adquisición de acciones propias" (norma 2ª en relación con la norma 1ª apartado 3) contratos que deben firmarse con un único intermediario por cada clase de acción (la utilización de varios intermediarios daría una falsa apariencia de negociación) y hacerse públicos.

En cuanto a las condiciones para operar buscando esa provisión de liquidez, la norma tercera de la mencionada circular viene a señalar:

" 1. El Intermediario Financiero, en el desempeño de su actividad de provisión de liquidez, operará en los mercados secundarios oficiales españoles, a través del mercado de órdenes, conforme las normas de contratación y dentro de los horarios habituales de negociación de éstos.

2. No obstante, en los supuestos en los que lo establecido en el apartado anterior no sea de aplicación, el Intermediario Financiero se abstendrá de comprar o vender mediante aquellas operaciones de bloques en las que su contrapartida esté deshaciendo una posición previamente abierta mediante operaciones en el mercado de órdenes y la ofrezca al precio medio ponderado de dichas operaciones.

3. El Intermediario Financiero no deberá ejercer nunca una posición dominante en la contratación de las acciones del Emisor. A estos efectos, **en ningún caso se superará el 25% del promedio diario del mercado de órdenes del mercado secundario oficial en las 30 sesiones anteriores**.

4. Durante los periodos de subasta y muy especialmente en la de cierre, el Intermediario Financiero deberá extremar su cautela, para evitar que su actuación influya de manera decisiva en la evolución de precios.

5. En cualquier caso, las operaciones realizadas por un intermediario Financiero en el marco de un Contrato de Liquidez no deben originar artificialmente desviaciones del precio de cotización respecto a la tendencia del mercado, obstaculizar el funcionamiento normal de éste ni inducir a error a terceros. A tal efecto:

a) Los órdenes de compra se deberán formular a un precio no superior al mayor entre el de la última transacción realizada en el mercado por sujetos independientes y el más alto contenido en una orden de compra del carné de órdenes.

b) Las órdenes de venta se deberán formular a un precio no inferior al menor entre el de la última transacción realizada en el mercado por sujetos independientes y el más bajo contenido en una orden de venta del carné de órdenes.

6. El Emisor deberá respetar en todo momento la normativa relativa a los negocios sobre las propias acciones, regulados en el Real Decreto Legislativo 1569/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y, en particular, el límite de adquisición establecido en el apartado 2 de su disposición adicional primera."

En conclusión, difícilmente se puede defender la legitimidad del interés de la recurrente en sostener la liquidez del valor con la práctica de autocartera llevada a cabo (" (...) PRIM era una compañía cotizada en el mercado continuo cuyas acciones presentaban uno de los menores volúmenes de negociación de entre las admitidas en aquel. En esta situación de baja liquidez, PRIM consideró necesario desarrollar una operativa de autocartera para dotar de liquidez al valor, permitiendo a los inversores que lo desearan deshacer sus posiciones o entrar en el valor (...) "). pues para ello sería necesario que tal finalidad respondiera a prácticas aceptadas en el mercado regulado, lo que no concurre, ya de base, dada la inexistencia de un contrato de liquidez en los periodos examinados. Dicho contrato de liquidez se impone normativamente para garantizar la transparencia que exige la operativa con la autocartera siendo de destacar su inexistencia en el caso de autos tal y como reconoce la recurrente " La relación entre PRIM y Link se instrumentó a través de un contrato de depósito y administración de valores suscrito el 25 de junio de 2007, al amparo del cual mi representada abrió una cuenta de valores en Link. Ambas partes valoraron en su momento la posibilidad de suscribir un contrato de liquidez, de acuerdo con lo previsto en la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV ("Circular 3/2007"), hoy sustituida por la Circular 1/2017, de 26 de abril, pero vigente en el momento en que sucedieron los hechos. No obstante, se consideró que el requisito exigido por dicha Circular acerca de contar con una única entidad como custodia de los valores afectos a la actividad suponía una dificultad para mantener la relación de custodia entre PRIM e Inversis, razón por la cual se decidió no suscribir dicho contrato de liquidez".





Ya en la resolución de alzada, FJ 5, al respecto, se le indicó, de base la inexistencia de contrato de liquidez y, además, la existencia de una práctica con la autocartera que conducía a una posición de dominio significativa durante 29 sesiones, determinando los precios de referencia:

*"(...) la Resolución motiva extensamente las razones por las que dicha circunstancia no exime de responsabilidad a la Entidad, pues en todo caso la provisión de liquidez ha de realizarse respetando las condiciones y límites legalmente previstos. Ya que la Entidad no suscribió ningún contrato de liquidez, que es precisamente la práctica de mercado que se considera aceptada para canalizar adecuadamente las operaciones de autocartera que persiguen dar contrapartida a la demanda existente . Así, al respecto, en el Fundamento de Derecho Quinto de la Resolución se señala lo siguiente:*

*<< 1. En cuanto a la justificación que se pretende dar a las operaciones, basándose en que tuvieron como objetivo favorecer la liquidez del mercado se ha de indicar que siendo una finalidad legítima, ha de encauzarse respetando los límites fijados para cumplir dicho objetivo, que se concretan en la práctica de mercado aceptada consistente en la firma - en su caso-, de un contrato de liquidez y sometiéndose en cualquier caso a las condiciones establecidas en la Circular 3/2007 de la CNMV. No obstante, ni la Entidad firmó un contrato de liquidez, ni cumplió las limitaciones y condiciones establecidas para operar con la autocartera.*

*De acuerdo con el relato de hechos probados, queda acreditada la posición de dominio ostentada por PRIM, como consecuencia de las operaciones sobre sus propias acciones realizadas por el emisor, de una manera sostenida en el tiempo y conculcando los límites y condiciones fijadas normativamente y desarrolladas en los documentos interpretativos elaborados al efecto-especialmente la guía publicada en 2013 por la CNMV sobre criterios para la operativa discrecional de autocartera de los emisores de valores y los intermediarios-. Por tanto, no fue la situación de iliquidez lo que provocó el dominio en la negociación, sino el modo irregular en que se gestionó dicha situación.*

*Si el valor experimentaba problemas de liquidez, podía haberse acogido a la práctica de mercado aceptada legalmente prevista, firmando el correspondiente contrato de liquidez, para tratar de minimizar las dificultades existentes, derivadas de la ausencia de intereses compradores o vendedores. No obstante, el exceso cuantitativo en la operativa, mediante la concentración de un volumen significativo de operaciones de compra y venta, hizo que se situara en una clara posición de dominio, que fue contraria a la necesaria neutralidad del emisor sobre sus propias acciones y dio señales falsas o engañosas al mercado y a sus intervinientes, sobre las posiciones compradoras o vendedoras.*

*Y es que la provisión de liquidez y contrapartida a través de operaciones de acciones propias, para que resulte legítima, está sometida al cumplimiento de determinados límites y condiciones, a fin de evitar que se distorsione la oferta, la demanda o el precio de los valores negociados en el mercado secundario, lo que aquí no se hizo.*

*Así pues, reconociéndose que la falta de liquidez supone un obstáculo para el correcto desarrollo de la negociación de un valor cotizado, el emisor debe aplicar mecanismos oportunos, pero de forma que no influya excesivamente en la interacción entre la oferta y la demanda, emitiendo señales erróneas al mercado y empañando su ordenado funcionamiento.*

*En consecuencia, no puede aceptarse la tesis mantenida en alegaciones respecto a la legitimidad de la operativa desplegada, pues sólo será legítima la gestión de la autocartera en la búsqueda de liquidez, si se cumplen las condiciones operativas y de mercado o se realiza a través de una práctica aceptada y regulada en la Circular 3/2007. No obstante, la realización de las compras y ventas de autocartera realizadas en las sesiones indicadas en Hechos y realizadas al margen de un contrato de liquidez y en cualquier caso vulnerando las limitaciones previstas en esta Circular, llevó a ejercer una posición de dominio en la negociación de las acciones de PRIM de tal magnitud, que transmitió al mercado señales que no se correspondía con las posiciones compradoras o vendedoras de terceros inversores, proporcionando una imagen falsa o engañosa con respecto a la negociación del valor, al introducirse condiciones no equitativas en la misma. Adicionalmente, su intervención significativa en los momentos en que se fija el precio de referencia de las sesiones -existiendo subasta o no-, facilita que la Entidad se asegure la posición de dominio, distorsionando las condiciones de fijación de los citados precios.*

*Se ha de recordar que las operaciones con autocartera, son potencialmente idóneas para distorsionar el normal desenvolvimiento del mercado, al sustituirse la demanda u oferta de terceros compradores o vendedores, por la actuación del propio emisor, influyendo en la configuración natural de los precios de cotización y en las condiciones en las que los inversores pueden realizar operaciones sobre el valor. Por ello, la normativa establece unos especiales requisitos y limitaciones para dicha operativa con acciones propias se repute legítima y que, de acuerdo con lo que ha resultado probado en el presente procedimiento, fueron incumplidos, lo que supuso vulnerar el deber de neutralidad exigido para realizar operaciones de autocartera.*



*Si la propia Entidad pone de manifiesto en sus alegaciones que dadas las dificultades de liquidez del valor, era más probable que con un reducido volumen de operaciones se superaran los umbrales establecidos, debió extremar la diligencia para dar cumplimiento a las exigencias legales, bien suscribiendo un contrato de liquidez encomendando a un intermediario la provisión de liquidez, bien estableciendo las medidas y procedimientos adecuados que garantizaran el control de la operativa con autocartera.*

*En consecuencia, se ha de concluir que la conducta, realizada al margen de un contrato de liquidez y en cualquier caso incumpliendo las limitaciones de la mencionada Circular, no cumplió las condiciones establecidas para que pudiera reconocerse como realizada con interés legítimo y de acuerdo con una práctica de mercado aceptada y, por tanto, no puede apreciarse causa de justificación o de ausencia de antijuridicidad. No es suficiente que los expedientados tuvieran interés en dar liquidez al mercado, dando contrapartida con operaciones de autocartera, sino que debió ajustarse a las exigencias legalmente previstas para ello, cosa que no sucedió.*

*Así lo reconoce la Sentencia de la Audiencia Nacional de 27 de enero de 2014, al recoger que:*

*"El recurrente reitera las razones para justificar las operaciones referidas, a la estrechez del valor, la situación de cotización provisional o meramente inicial en la que la misma se encontraba, el contexto societario específico de RU. La resolución recurrida expresamente señala que no se discute que las operaciones sobre acciones propias realizadas tuvieran un interés legítimo y que por razones de mercado y financieras no hubo lugar a una oferta pública de suscripción de acciones para el aumento de la difusión del valor, ni tampoco una oferta pública de exclusión y que las operaciones fueran realizadas para dar liquidez en el mercado a los accionistas, pero reconocido ese interés las sociedades cotizadas no están legitimadas para adquirir sus propias acciones sin restricción, condición o límite alguno hasta el punto de sustituir las posiciones de terceros independientes en el mercado."*

*2. En cuanto a las razones esgrimidas por parte de PRIM para no suscribir un contrato de liquidez, ninguna de ellas justifica el no haber operado conforme a las normas de aplicación a la operativa con autocartera. Lógicamente, la suscripción del contrato de liquidez no es una obligación para las sociedades cuyas acciones se encuentran admitidas a negociación en un mercado secundario, sino que se configura como una posibilidad para favorecer la liquidez de las transacciones y la regularidad de la cotización de aquellas que tienen dificultades para encontrar posiciones compradoras y vendedoras, siempre y cuando se sometan a las condiciones establecidas, precisamente para evitar prácticas manipuladoras.*

*Por lo tanto, el hecho de que PRIM decidiera no formalizar un contrato de liquidez, únicamente supone que no pueda invocarse el amparo que la práctica de mercado aceptada implica, puesto que el primer y principal responsable de que la operativa de autocartera cumpla con las normas de contratación y mantenga los volúmenes de contratación en los umbrales establecidos, es la propia sociedad cotizada.*

*Tampoco puede prosperar la alegación en la que se mantiene que la operativa desplegada respondía a un modelo muy próximo al descrito en la Circular 3/2007. Dicha norma establece unos requisitos y condiciones dirigidos a garantizar que en la provisión de liquidez se respeten las reglas del mercado.*

*Así, se requiere que el único objetivo sea el de favorecer la liquidez de las transacciones y la regularidad de la cotización, dentro de los límites autorizados por la Junta General. Asimismo, se exige que el intermediario al que se encomiende la gestión de la liquidez actúe con total independencia, sin recibir por parte del emisor ninguna instrucción ni orientación sobre las posibles operaciones a realizar y que el emisor no interfiera en la operativa, prohibiéndole que realice directa o indirectamente operaciones sobre sus propias acciones durante la vigencia del contrato.*

*De igual modo, se fijan como condiciones para operar el que con las operaciones no se ejerza una posición dominante en la contratación, no superando en ningún caso el 25% del promedio diario del mercado de órdenes, en las 30 sesiones anteriores, debiendo extremar la cautela en los periodos de fijación del precio de referencia, para evitar que su actuación influya de manera decisiva en la evolución de los precios.*

*Junto a ello, se prevén obligaciones con respecto a la información que deben recíprocamente transmitirse el emisor y el intermediario y deberes de información pública que van más allá de las obligaciones de información en materia de autocartera a las que las sociedades cotizadas están sometidas. Finalmente, se establecen requisitos operativos de identificación y registro de las operaciones y gestión de los saldos de las cuentas asociadas al contrato.*

*Todo este elenco de condiciones exigidas por la Circular 3/2007, tienen sentido si se tiene en cuenta que configuran una práctica aceptada de mercado reconocida por la CNMV, al amparo de la cual los emisores pueden encomendar a un intermediario neutral la provisión de la liquidez de valores con dificultades en ese aspecto. Resulta claro que las entidades que suscriban los contratos de liquidez han de cumplir todos los requisitos*



establecidos al efecto, a fin de que la operativa desplegada en virtud del contrato sea considerada legítima y respetuosa con la necesaria integridad del mercado.

Por lo tanto, existe una diferencia sustancial entre la realización de operaciones realizadas en el marco de un contrato de liquidez y las realizadas fuera de ese ámbito, no pudiendo existir términos intermedios, como se afirma en alegaciones; o la operativa se acoge a la práctica aceptada de mercado, con todas sus exigencias y también todas sus ventajas - fundamentalmente la existencia de un intermediario neutral-, o la operativa se realiza al margen de la misma, también con sus ventajas e inconvenientes.

Lo anterior no significa que las operaciones de autocartera realizadas al margen de un contrato de liquidez hayan de considerarse por sí mismas ilícitas, sino que las realizadas al amparo de la práctica aceptada de mercado y cumpliendo todos los requisitos establecidos, se consideran respetuosas con las normas relativas a la prevención del abuso de mercado.

En el caso de PRIM, la no suscripción de un contrato de liquidez, por las razones alegadas o por cualesquiera otras, no implica per se la ilicitud de la operativa, pero ha de quedar claro que, por muy próximo que estuviera su modelo de gestión de la autocartera al descrito en la Circular 3/2007, quedaba al margen de la práctica aceptada de mercado y, sobre todo que, de acuerdo con los hechos detectados en la inspección previa a la incoación del expediente, el modo en que se realizaron las operaciones, vulneró las limitaciones que las normas le imponían, así como su propio Reglamento Interno de Conducta -incorporado al expediente como anexo 8 del Informe razonado-, en que se afirma que (resaltado nuestro): "(...) Las transacciones ordinarias sobre acciones de la Sociedad tendrán como finalidad contribuir a la liquidez y profundidad del valor, y en su ejecución se observarán los siguientes principios:

- La actuación será neutral, es decir, no se ejercitará una posición dominante de la sociedad para condicionar la formación del precio >>."

Cuanto menos resulta curioso el argumento de la recurrente al pretender que los límites que juegan cuando la práctica de autocartera se lleva a cabo dentro de la única forma aceptada en el mercado - mediante un contrato de liquidez - no juegan cuando se prescinde del mismo (aunque es entendible esta línea argumental como única posible ante la evidente actuación de la recurrente en el establecimiento de una posición de dominio en la práctica llevada a cabo con su autocartera).

Como indica el ATS de 2-11-2018 (Rec. 4922/2018 )

<" (...) la Sala de instancia razona extensamente en la sentencia sobre la tipificación de los hechos conforme a los artículos 100 w) de la Ley de Mercado de Valores y los artículos 2 y 3 del Real Decreto 1333/2005 y, al referirse a la tan citada circular, pone de manifiesto que la misma recoge algunas de las prácticas aceptadas, estableciendo límites, condiciones y restricciones que han de ser respetadas para poder avalar la existencia de legitimidad en la operativa de autocartera; en segundo lugar, la propia Sala indica que, si bien en el ámbito de la Circular 3/2007 se exige la existencia de un contrato de liquidez, para que la provisión se lleve a cabo por un intermediario que, actuando por encargo del emisor, realice operaciones de compra y venta de acciones del propio emisor, el contrato no existía los dos primeros periodos examinados, lo que impide la toma en consideración de la circular en tales periodos; en tercer lugar, en lo que respecta también a los condicionantes que establece la circular en relación con la licitud de la actuación, señala la Sala que su superación en el caso avala el ejercicio de una posición dominante distorsionadora de la imagen real de la demanda/liquidez del valor; en cuarto lugar, al responder al motivo referido a la infracción del principio de legalidad, la Sala indica que la infracción está suficientemente definida por el propio legislador en el artículo 83 ter.1.a) de la Ley del Mercado de Valores y que la Circular 3/2007 contiene concreción más que suficiente de las específicas y especiales obligaciones que se asumen en este ámbito; y, por último, la Sala concluye afirmando, tras exponer la doctrina jurisprudencial sobre el complemento de las leyes sancionadores por normas de rango inferior, que, en el caso enjuiciado, las conductas sancionadas están perfectamente predeterminadas, unas de forma directa en la propia Ley del Mercado de Valores (artículos 99 y 100 ), bien por remisiones a obligaciones previstas en la misma ( artículo 83 ter.1 a) de la misma y los reglamentos que la desarrollan (Real Decreto 1333/2005 ) y, con el complemento final de desarrollo reglamentario recogido en las circulares de la Comisión del Mercado de Valores. (...) " >>

Citaremos igualmente la S. TS de 15-7-2019 (REC 5124/2018 ), confirmatoria de la previa de esta Sala y Sección de 24-5-2018, Rec. 911/2016 .

<" Coincidimos con la conclusión de la sentencia recurrida de que la conducta imputada, que se consideró acreditada en las actuaciones llevadas a cabo en el expediente administrativo, es una conducta típica, que tiene encaje en las definiciones de manipulación de mercado del artículo 83.ter.1.a) de la LMV y del artículo 1.2) de la Directiva 2003/6/CE , antes citados, por lo que la cuestión se desplaza a la comprobación de si concurren circunstancias excepcionales que amparen la conducta, bien entendido que, de conformidad con los indicados



preceptos, una vez acreditada por la Administración la conducta típica, corresponde a la parte recurrente la carga de probar la legitimidad de sus razones y que las operaciones de autocartera se ajustaron a prácticas de mercado aceptadas.

Como resulta de la propia resolución sancionadora de la CNMV, la normativa vigente en el momento de los hechos contemplaba dos supuestos de operaciones de compra de acciones propias que, en determinadas condiciones, no eran considerados prácticas de abuso de mercado: los programas de recompra y la provisión de liquidez, si bien la propia parte recurrente acepta que la operativa de autocartera que llevó a cabo en el período de referencia no encuentra acomodo en ninguno de los dos supuestos.

Los programas de recompra están sujetos por el Reglamento 2273/2003, de la Comisión de las Comunidades Europeas, a una serie de condiciones para acogerse a la exención en materia de abuso de mercado, que no concurrían en el caso que examinamos, pues el indicado Reglamento se refiere a las operaciones de autocartera que tienen como objeto exclusivo la reducción de capital del emisor, el cumplimiento de las obligaciones inherentes a instrumentos convertibles, o a programas retributivos para empleados, o las prácticas de estabilización, operaciones estas que son ajenas a las que ahora analizamos, además de no darse tampoco otras exigencias del citado Reglamento, como la difusión pública previa de información con los detalles del programa de recompra o las condiciones de volumen, que impiden al emisor la compra de más del 25% del volumen medio diario negociado en los 20 días anteriores a la compra.

Tampoco la operativa de autocartera desarrollada por la entidad recurrente en el período de referencia constituye un supuesto de provisión de liquidez amparado por la Circular 3/2007 de la CNMV, que exigía determinadas condiciones, entre ellas la formalización de un contrato de liquidez con un único intermediario, que actúa de forma independiente con el único objeto de favorecer la liquidez de las transacciones y la regularidad de la cotización, dentro de determinados límites, sin que en este caso la recurrente hubiera suscrito dicho contrato de liquidez al amparo de la Circular 3/2007. ">> (Sic con el añadido del subrayado).

En cuanto al concreto de la operativa llevada a cabo con por PRIM SA con su autocartera durante 2015 queda sobradamente descrita en la resolución recurrida (ver FJ 1 de la presente) tanto en la concreta práctica (números, volúmenes, momentos, etc...) como en la relevancia de la misma en la formación de precios, siendo de destacar, en este último aspecto y dentro debate mantenido en la toma en consideración de las 500 últimas acciones, que, tal y como se refleja en la resolución sancionadora, su significación en la formación del precio de referencia viene impuesta por el propio funcionamiento del mercado:

" Al mismo tiempo, la citada operativa resultó de tal magnitud, que representó más del 50% de negociación en los periodos en que se fijan los precios de referencia, aplicándose a tal efecto, los criterios operativos de funcionamiento del mercado, establecidos y publicados por la Sociedad de Bolsas, encargada de la gestión del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), entre los que se encuentran las siguientes reglas de fijación del precio de cierre:

"En la Contratación General, la sesión finaliza con una subasta de 5 minutos, con las mismas características que la subasta de apertura, entre las 17.30 y las 17.35 horas con un cierre aleatorio de 30 segundos. El precio resultante de esta subasta es el precio de cierre de la sesión. **En caso de que no exista precio de subasta, o bien que se negocien en ésta menos de 500 títulos el precio de cierre será, entre los precios correspondientes a las 500 últimas unidades de contratación negociadas, el que resulte más cercano a su precio medio ponderado** y, en caso de que los dos precios guarden la misma diferencia respecto a ese precio medio ponderado, el último de ellos negociado."

Es en este contexto en el que ha de encuadrarse la operativa de autocartera desplegada por la Entidad. Su intervención fue tan significativa que afectó a la fijación de los precios de referencia de las sesiones, por lo que la conducta tiene pleno encaje en la práctica manipuladora descrita en la letra a) del artículo 2.1. del Real Decreto 1333/2005. Así lo constata el informe técnico elaborado por la UVM en fase probatoria:

"El referido artículo establece que la posición de dominio ha de tener como resultado la fijación directa o indirecta de precios y por ello el informe razonado de la UVM se centra en aquellas sesiones en las que el volumen que concentra la operativa sobre acciones propias muestra tal predominancia en la negociación, que llega a formar parte del volumen de acciones que determinan los precios de referencia, esto es, el de apertura y cierre. Es decir, en las 29 sesiones por las que se propone la apertura de expediente sancionador concurre que la proporción significativa de la operativa sobre acciones propias en la negociación del valor conlleva que las operaciones para la autocartera forman parte del volumen de acciones que determina los precios de referencia.

En consecuencia en estas 29 sesiones, no puede formarse libremente el precio de cotización en tanto que el propio emisor tiene una posición dominante de la negociación como resultado de que participa con una proporción significativa en la negociación de sus propias acciones (más del 25% y en 14 de ellas más del 50%),



y sus operaciones determinan un precio de referencia (apertura o cierre) dado que representan al menos el 50% de la negociación de los periodos en los que se fijan estos precios de referencia ".

Por lo tanto, la práctica manipuladora no consiste en la intervención de la Entidad en los periodos de subasta, sino en el despliegue de una operativa con acciones propias de tanta intensidad, que el volumen de autocartera en las sesiones determina los precios de referencia de las mismas, conforme a los criterios de mercado publicados y que debían ser conocidos y respetados por PRIM.

En consecuencia, no pueden ser aceptadas las alegaciones formuladas por la Entidad, ni los cálculos derivados de una interpretación en la que se considera que deben eliminarse de la práctica manipuladora aquellas sesiones en las que se toma como referencia la intervención de la entidad en las subastas de apertura o de cierre, o en las que se equipara la subasta de cierre con las 500 últimas acciones negociadas en cada sesión. Como se ha explicado, la UVM no realiza tal equiparación ni centra la conducta ilícita en la intervención de la Entidad a través de operaciones con autocartera en las correspondientes subastas. Tal y como expone el informe técnico; "Es decir, no se trata de asimilar o equiparar la negociación de las 500 últimas acciones al periodo de subasta de cierre, lo que en ningún caso es el planteamiento del Informe razonado, sino de analizar la incidencia de la operativa sobre acciones propias en la formación del precio de cierre en aquellas sesiones en las que concurre que tiene una posición relevante en la negociación. (...)". (sic con el añadido de lo subrayado y resaltado para enfatizar lo de interés al caso).

El recurso ha de desestimarse en su integridad.

3.- 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 (véase la jurisprudencia citada).

## FA LLO

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

Con imposición de costas al 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 afecto se recogen en el Acuerdo de 19 de mayo de 2016, del Consejo General del Poder Judicial, por el que se publica el Acuerdo de 20 de abril de 2016, de la Sala de Gobierno del Tribunal Supremo, sobre la extensión máxima y otras condiciones extrínsecas de los escritos procesales referidos al Recurso de Casación ante la Sala Tercera del Tribunal Supremo (BOE 6-7-2016).*

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

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

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