

ASESOR FINANCIERO. USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA (Comentario a la STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo, de 27 de septiembre de 2011) ¹

JULIO GALÁN CÁCERES

*Miembro del Cuerpo Jurídico de Defensa
y profesor del CEF*

Extracto:

EL Tribunal Supremo ha confirmado una sanción de multa impuesta por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) por infracción grave a un asesor financiero por uso de información privilegiada, con la que obtuvo un gran beneficio económico al efectuar compras y ventas de acciones de una empresa a la que asesoraba. Dato relevante es la existencia de un acuerdo de confidencialidad entre asesor y empresa, cláusula que fue vulnerada por el asesor al operar en la venta de acciones a través de una cuenta opaca en un paraíso fiscal. El contenido de la información de que disponía el asesor se pone de relieve por su participación directa en la elaboración de las condiciones de la oferta preliminar formulada por la compañía para adquirir una participación del 81,55 por 100 de otra sociedad, que le permitió conocer la valoración de la sociedad y el valor indicativo de venta de las acciones de la referida mercantil.

Palabras clave: mercado de valores, régimen disciplinario, infracciones, información privilegiada.

¹ Véase el texto de esta sentencia en *Ceflegal. Legislación y Jurisprudencia*, núm. 132, enero 2012.

FINANCIAL ADVISER. INSIDER TRADING

(Commentary on the Tribunal Supremo of 27 september 2011) ¹

JULIO GALÁN CÁCERES

*Miembro del Cuerpo Jurídico de Defensa
y profesor del CEF*

Abstract:

THE Supreme Court has confirmed a sanction of fine imposed by the National Securities Market Commission (CNMV) for serious infraction to a financial adviser for use of privileged information, with which it obtained a great economic benefit on having effected purchases and sales of actions of a company to which it was advising. Relevant information is the existence of an agreement of confidentiality between adviser and company, clause that was damaged by the adviser on having operated in the sale of actions across an opaque account in a tax haven. The content of the information available to the adviser, is highlighted by its direct involvement in the preparation of the preliminary conditions of the offer made by the company to acquire a 81.55% of another company, where you could get the valuation of the company and the indicative value of sale of shares of that commercial.

Keywords: stock market, disciplinary regime, infractions, privileged information.

¹ Véase el texto de esta sentencia en *Ceflegal. Legislación y Jurisprudencia*, núm. 132, enero 2012.

Abordamos, a través del presente comentario, las competencias sancionadoras que tiene atribuidas la CNMV, en cuanto organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores que operan en España, siendo su norma reguladora, la de su creación, la Ley 24/1988, de 28 de julio, y siendo sus objetivos primordiales velar por la transparencia de los mercados de valores, por la correcta formación de precios, así como por, y esto es lo que más nos importa en el presente supuesto, la protección de los inversores, atribuyéndosele la competencia para la incoación, instrucción e incluso sanción en los procedimientos sancionadores en materia de mercado de valores, cuando se refieran a la imposición de sanciones por infracciones graves y leves, atribuyéndose la imposición de sanciones por infracciones muy graves al ministro de Economía y Hacienda –como acontece en el presente supuesto–, a propuesta de la CNMV, salvo la de revocación de la autorización, que se impondrá por el Consejo de Ministros.

También es importante resaltar que, para reforzar la autonomía en sus facultades de supervisión, la CNMV goza de autonomía presupuestaria, ya que, a título de ejemplo, en el año 2007 obtuvo casi 23 millones de euros de beneficios, duplicando casi los resultados del año anterior, en que se alcanzaron casi 14 millones de euros.

Centrándonos en el supuesto particular que aquí nos ocupa, hay que apuntar que nos encontramos ante la presencia y utilización indebida de información privilegiada, lo que queda acreditado a través de las siguientes circunstancias: se trata de un asesor financiero que firma con la empresa a la que asesoraba en fecha 12 de septiembre de 2001 un acuerdo de confidencialidad con la finalidad de tratar un asunto, al que posteriormente nos referiremos con la debida discreción, y evitar que el mismo pudiera utilizar la información para sus propios fines. Pues bien, a dicha fecha, el asesor conocía de la existencia de un proceso formal cuya finalidad era la venta de una participación significativa de otra empresa, que se formalizaría a través de una oferta pública de adquisición de acciones (OPA), proceso del cual conocía todos sus elementos, tales como el precio indicativo de las acciones a vender, las fechas de la operación y los márgenes de error en que se podía mover dicho precio en función de la oferta.

Posteriormente, el 9 de octubre de 2001, la empresa a la que asesoraba el interesado y que tenía, en principio, intención de ir a la OPA, se retira del proceso. En este momento se hace preciso determinar si la información con la que contaba el asesor tenía carácter público o por el contrario era conocida por él a través de su labor de asesoramiento, vulnerando con ello, en el supuesto de que obtuviera un beneficio económico particular, el contrato de confidencialidad suscrito. En este sentido, consta por escrito remitido por la empresa que pretendía vender sus acciones a la CNMV en fecha 27 de julio de 2001, precisando su intención de vender, situando la fecha de culminación del proceso en el último trimestre de 2001.

El 18 de octubre de 2001, la empresa vendedora comunica que se encuentra en negociaciones con un grupo reducido de potenciales compradores, sin que a la fecha se haya cerrado operación de venta alguna. Paralelamente, el 28 de julio de 2001 aparece en un medio de comunicación escrito la intención de la empresa de vender sus acciones y que la fecha prevista es el último trimestre de 2001, de lo que se deduce que no había noticias públicas de un hecho muy relevante y es que la fecha ver-

dadera de finalización del proceso era el 2 de noviembre de 2001, ya que era el límite para la presentación de ofertas, información que desde luego poseía el asesor al haber trazado la operación. El *iter* continúa y ahora se trataría de determinar que en el supuesto de que la información que privadamente tenía el asesor hubiera tenido carácter público, se habría producido una alteración apreciable en la cotización de la empresa y por tanto en el importe final de venta.

Como se puede apreciar, nos encontramos ante la dificultad de emitir un juicio basado en conjeturas, máxime cuando el alegato defensivo esgrimido por el asesor se fundamentaba en que una cadena de televisión especializada en temas financieros el 18 de octubre de 2001 dio la noticia de la venta de la empresa, momento a partir del cual los interesados en la misma se triplicaron, mientras que cuando él operó en la venta las posiciones se quintuplicaron, razón por la que a su juicio se hace muy difícil discernir si del comportamiento del mercado se desprende el uso privilegiado de información.

A pesar de lo cual, el dato conocido únicamente por el asesor de la fecha concreta de cierre de la venta pesó como una «losa» en la formación de la convicción de las autoridades supervisoras, toda vez que esta información fue utilizada por el asesor para dar órdenes de compra a un precio limitado, asegurándose un beneficio mínimo, partiendo de la oferta inicial que hizo la empresa a la que asesoraba –que fue aceptada por la vendedora–, aunque no se llevara a cabo al final, ofreciendo finalmente un precio a la baja de la acción.

Con fundamento en estos hechos, la CNMV acordó la incoación de expediente sancionador, siendo tramitado por el citado organismo y, al apreciar que nos encontrábamos ante una infracción muy grave, elevó la decisión al ministro de Economía y Hacienda, el cual, a través del secretario general técnico del Ministerio, que tenía delegada la potestad sancionadora en esta materia, acordó imponer una multa de muy elevada cuantía –682.555 €– por la comisión de una falta muy grave, tipificada en la letra o) del artículo 99 de la Ley 24/1988, en relación con el punto 2 del artículo 81 del mismo texto legal. Rezan así los preceptos citados:

- Artículo 99 o): «El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 81.2 de la presente ley, cuando el volumen de los recursos o de los valores o de los instrumentos financieros utilizados en la comisión de la infracción sea relevante o el infractor haya tenido conocimiento de la información por su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o control del emisor, por el ejercicio de su profesión, trabajo o funciones o figure o debiera haber figurado en los registros a los que se refieren los artículos 83 y 83 bis de esta ley».
- Artículo 81.2: «Todo el que disponga de información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, alguna de las conductas siguientes:
 - a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre instrumentos financieros de los mencionados en el apartado anterior a los que la información se refiera, o sobre cualquier otro valor, instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como

subyacente a los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiera.

- b) Se exceptúa la preparación y realización de las operaciones cuya existencia constituye, en sí misma, la información privilegiada, así como las operaciones que se realicen en cumplimiento de una obligación, ya vencida, de adquirir o ceder valores negociables o instrumentos financieros, cuando esta obligación esté contemplada en un acuerdo celebrado antes de que la persona de que se trate esté en posesión de la información privilegiada, u otras operaciones efectuadas de conformidad con la normativa aplicable.
- c) Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.
- d) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información. Las prohibiciones establecidas en este apartado se aplican a cualquier persona que posea información privilegiada cuando dicha persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de esta clase de información».

Hay que apuntar que la sanción se impuso en su grado máximo de acuerdo con los criterios expresados en los apartados a) y c) del artículo 14.1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito, es decir, por la naturaleza y entidad de la infracción –ocultación acreditada a través de su actuación en un paraíso fiscal– y sobre todo por las ganancias obtenidas, ya que el beneficio obtenido se cifra en 136.511 euros mediante una inversión de 464.000 euros, lo que supone una rentabilidad del 29,5 por 100 aproximadamente.

Disconforme con dicha sanción interpone el sancionado recurso contencioso-administrativo ante la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional, alegando dos cuestiones: una principal, fundamentada en la vulneración de su derecho a ser informado de la acusación y el derecho a la utilización de los medios de prueba pertinentes y, con carácter subsidiario, la ausencia de proporcionalidad en el *quantum* de la sanción. Con relación a la primera de las alegaciones, la Sala consideró que el sancionado estuvo en cada momento informado de la acusación que se dirigió contra él, información que derivó tanto del acuerdo de inicio como del pliego de cargos preceptivo. En cuanto a la denegación de pruebas a lo largo de la tramitación del procedimiento, que eran unas testificales propuestas por el sancionado, no ha lugar a la apreciación de lesión alguna por cuanto su denegación fue motivada con gran extensión, llegándose a la conclusión de que no aportarían nada relevante al expediente.

Por lo que respecta a la proporcionalidad, se aprecia la legalidad de tener en consideración todas las inversiones efectuadas a lo largo del mes de octubre de 2001, con independencia de que a partir del 19 de octubre todos los intervinientes del mercado se encuentran en igualdad de condiciones, ya que se adopta como fecha de referencia el 2 de noviembre, que es cuando se hizo pública la OPA. En atención a que la Audiencia Nacional rechaza las alegaciones del recurrente, se desestima el recurso.

Lógicamente, el afectado agota sus posibilidades de defensa acudiendo a la Sala Tercera del Tribunal Supremo, interponiendo recurso de casación fundamentado en cuatro motivos. Los dos primeros ponen el foco en irregularidades de carácter formal tales como la incongruencia omisiva de la sentencia y su falta de motivación. Sabemos que este tipo de argumentación es muy frecuente, tan frecuente como su rechazo, ya que en la mayoría de las ocasiones las resoluciones judiciales suelen, en mayor o menor medida, fundamentarse y encuadrar el debate jurídico dentro de las pretensiones de las partes. En este sentido, se constata que la Audiencia Nacional dio cumplida respuesta a las pretensiones de las partes, efectuando un análisis pormenorizado de las pruebas recabadas en el expediente sancionador, llegando a la conclusión lógica del encuadre de la conducta con el tipo sancionador, proceso deductivo al que el Tribunal Supremo llega a calificar de racional, adecuado y en modo alguno caprichoso o arbitrario.

En un posterior motivo, critica el razonamiento de la Sala de instancia en cuanto considera el recurrente que su conducta no ha conculcado precepto alguno, careciendo de los perfiles para ser sancionada. En este sentido aduce que la información financiera que poseía no puede ser calificada de privilegiada al estar dotada de un gran grado de concreción y generalidad. Estos calificativos son rechazados por el Alto Tribunal ya que el desempeño de la función de asesor del sancionado y su participación en las negociaciones para la adquisición de las acciones de la empresa vendedora le permitió conocer con todo detalle las condiciones económicas de la OPA, lo que aconsejó a las partes a suscribir un acuerdo de confidencialidad, que implicaba la obligación de no transferir, adquirir, contratar o procurar la adquisición de acciones de dicha compañía hasta la conclusión de la operación o durante un plazo máximo de nueve meses desde la fecha de 12 de septiembre de 2001 y el deber de utilizar la información a los únicos efectos de ejecución de la operación.

Además, no cabe calificar de público el conocimiento de la información del valor de la empresa vendedora, conclusión que obtiene el Tribunal Supremo de uno de los hechos que ya hemos relatado, consistente en que el 18 de octubre de 2001 se comunicó a la CNMV que los accionistas mayoritarios de la empresa que se trataba de vender mantuvieron conversaciones con un reducido número de potenciales inversores, sin que se hubiera tomado ninguna decisión al respecto, ni de las noticias publicadas en medios de comunicación el 19 de octubre de 2001, con anterioridad al 2 de noviembre de 2001, en que se registra en la CNMV una comunicación de hecho relevante, informando de la presentación de una OPA sobre el 100 por 100 del capital social de su capital.

Por último, vuelve a poner el acento el recurrente en la posible vulneración del principio de proporcionalidad en el *quantum* de la sanción al imponerse en su grado máximo. Así, el Alto Tribunal comparte la postura tanto del ministro de Economía y Hacienda como de la Audiencia Nacional, ya que resulta más que acreditada la concurrencia de factores de agravamiento, como son la intencionalidad y deseo de ocultar la operación de adquisición de acciones utilizando información privilegiada y los beneficios obtenidos que, no debemos olvidar, se situaron en un porcentaje del 29 por 100 de la inversión en un escaso periodo de tiempo. De esta manera se han respetado escrupulosamente los límites establecidos tanto en la Ley 24/1988 como en la Ley 26/1988, textos legales a los que ya hemos hecho referencia.