

## SENTENCIA DE LA AUDIENCIA NACIONAL DE 16 DE ENERO DE 2025

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

**Recurso núm.:** 2132/2022  
**Ponente:** Dª. Ana María Sangüesa Cabezudo  
**Acto impugnado:** Resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de fecha 29 de junio de 2022.  
**Fallo:** Desestimatorio

Madrid, a dieciséis de enero de dos mil veinticinco.

Visto por la Sección Tercera de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional el presente Recurso tramitado con el **número 2132/2022**, seguido a instancia de don JBS, Procurador de los Tribunales y de D. **ASH** y D<sup>a</sup>. **HFI**, que actúan bajo la dirección letrada de don CJB, contra la Resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 29 de junio de 2022, siendo demandada la Comisión Nacional del Mercado de Valores, representada y asistida por el Sr./Sra. Abogado/a del Estado.

### **ANTECEDENTES DE HECHO**

**PRIMERO.-** Con fecha 27 de septiembre de 2022 el procurador indicado, en nombre y representación de D. ASH y D<sup>a</sup> HFI, presentó escrito interponiendo recurso contencioso-administrativo frente a la Resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 29 de junio de 2022, notificada el 6 de julio de 2022, que acuerda imponer a D. ASH una multa de 50.000 euros por la comunicación de información privilegiada y a D<sup>a</sup> HFI una multa de 38.000 euros por la adquisición de acciones disponiendo de dicha información privilegiada (Expediente administrativo nº 4/2022); sanción reducida en un 20% por pago voluntario en el caso de que se renuncie a la acción o impugnación administrativa.

**SEGUNDO.-** Admitido a trámite el escrito se tuvo por interpuesto el recurso, previa la subsanación de defectos procesales, y se acordó su sustanciación de acuerdo con lo previsto en la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción contenciosa-administrativa, reclamando el expediente de la Administración, del que se dio traslado a la recurrente; Esta evacuó el traslado mediante escrito de demanda en el que tras exponer los hechos y fundamentos que estimó de aplicación, terminó suplicando que se dictara sentencia por la que *"A) Que se estime íntegramente el presente recurso y se declare la no conformidad a derecho y por ende la nulidad de pleno derecho de la Resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de fecha 6 de julio de 2022. B) La imposición de costas a la Administración demandada."*

**TERCERO.-** Dado traslado de la demanda, la Abogacía del Estado presentó escrito en el que se opuso a la demanda en mérito a los hechos y fundamentos que estimó de aplicación al caso, y terminó suplicando que se dictara sentencia de conformidad a derecho, desestimando las pretensiones de la demanda.

**CUARTO.-** La cuantía del recurso se fijó en 88.000 euros (correspondiente al importe de las sanciones de 50.000 y 38.000 euros, antes de la rebaja del 20%), se dieron por reproducidos los documentos aportados, tras lo que quedaron los autos pendientes de señalamiento para votación y fallo, que se fijó para el día 14 de enero de 2025.

### **FUNDAMENTOS DE DERECHO**

**PRIMERO.- La resolución impugnada.**

1.- La resolución que es objeto de recurso, dictada en el expediente sancionador nº 4/2022 seguido frente a D. ASH y a D<sup>a</sup> HFI (Pago voluntario)", acordó:

- *“Imponer a don ASH, por la comisión de una infracción muy grave tipificada en el artículo 282.6, en relación con la letra b) del artículo 227.1, ambos de la Ley del Mercado de Valores, texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por la comunicación a doña HFI de información privilegiada relativa al emisor Edreams Odigeo SA., multa por importe de 50.000 euros (cincuenta mil euros).*

- *Imponer a doña HFI, por la comisión de una infracción grave tipificada en el artículo 295.5, en relación con la letra a) del artículo 227.1, ambos de la Ley del Mercado de Valores, texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por la adquisición de acciones de Edreams Odigeo SA., los días 18, 19, 25 y 26 de octubre de 2017 disponiendo de información privilegiada sobre este emisor, multa por importe de 38.000 euros (treinta y ocho mil euros).*

- *Aplicar, a efectos del pago y con carácter definitivo, la reducción por pago voluntario, señalada en el Acuerdo de incoación, quedando condicionada su efectividad hasta la constatación de que no se ha interpuesto recurso administrativo dentro del plazo legalmente previsto para ello.*

2.- Esta resolución estima probados los siguientes hechos:

- La comisión de una infracción muy grave por parte de don ASH por la comunicación a su esposa -doña HFI- de información privilegiada relativa al emisor Edreams Odigeo SA.

- La comisión de una infracción grave por parte de doña HFI, por la adquisición de acciones de Edreams Odigeo SA., los días 18, 19, 25 y 26 de octubre de 2017 disponiendo de información privilegiada sobre este emisor.

Estos hechos encuentran su fundamento en el “Informe Razonado” obrante en el expediente sobre “comunicación y utilización de información privilegiada en acciones de EDREAMS ODIGEO S.A. por ASH y HFI, emitido por la Unidad de Vigilancia del Mercado (“UVM”) de la CNMV en fecha 29 de noviembre de 2021 (Documento 2 del Expediente), y en el “Dictamen de Legalidad” en relación con el citado “Informe razonado”, emitido por la Dirección General Adjunta del Servicio Jurídico de la CNMV en fecha 14 de marzo de 2022 (Documento 4 del Expediente).

3.- Se consideran acreditados en base a la prueba de indicios. En concreto la CNMV constató que Doña H es la cónyuge del *controller* financiero del grupo EDREAMS, D. ASH, iniciado permanente de la compañía e iniciado en el proyecto estratégico de dicha compañía nominado como “CALYPSO” desde el día 24 de julio de 2017.

Doña H adquirió acciones de EDREAMS -los días 18, 19, 25 y 26 de octubre de 2017, por un total de 18.500 acciones y un efectivo de 48.434.17 euros- fue el primer movimiento inversor llevado a cabo por Doña H, al menos desde marzo de 2017, fecha en la que no tenía ninguna posición directa en ningún valor, ni nacional ni internacional.

Posteriormente, invirtió en APPLE el día 30 de noviembre, una cantidad de cerca de 13.000 euros.

El 31 de octubre de 2017 fue la reunión del Consejo de Administración de EDREAMS en la que se acuerda comunicar al mercado la potencial operación, lo que tuvo lugar el 2 de noviembre de 2017 (hecho relevante).

4.- Al folio 188 expediente consta escrito de los demandantes en el que dicen textualmente: *“expresamos la aceptación inmediata del expediente, acogiéndonos a la reducción del 20%, siendo esta la única razón por la que lo aceptamos, si bien y a los efectos del derecho de defensa, no compartimos*

*las conclusiones y procederemos a la presentación del oportuno recurso en vía contenciosa, cuestión que en nada afecta a la aceptación inmediata que la CNMV requiere en su escrito”.*

5.- El informe razonado de la Unidad de Vigilancia y Mercados (UVM) detalla la operativa sobre acciones de EDREAMS realizada los días 18, 19, 25 y 26 de octubre de 2017, esto es, días antes de la comunicación de EDREAMS al mercado de la existencia del proyecto estratégico el día 2 de noviembre de 2017, a nombre de HFI, cónyuge de ASH, financial controller del grupo EDREAMS.

Destaca que el primer cuestionario de conveniencia de HF tiene fecha 17/10/2017, un día antes de su primera operación con acciones de EDREAMS. En él manifiesta no haber realizado operaciones en el año anterior y tener un conocimiento medio en lo relativo a la inversión en acciones.

La entidad Bankinter (intermediario) informa que no ha remitido a la titular ninguna recomendación, análisis o comentario sobre EDREAMS entre el 1 de julio de 2017 y el 7 de marzo de 2018.

Los únicos movimientos de la cuenta de valores existentes entre marzo de 2017 y marzo de 2018 son la compra de acciones de EDREAMS (realizadas entre los días 18 y 26 de octubre de 2017 y su posterior venta el 9 de marzo de 2018) y una adquisición de 100 acciones de APPLE COMPUTER INC en dólares realizada el 30 de noviembre de 2017, que mantenía a 31 de marzo de 2018.

Respecto a la posición mantenida por ASH en las fechas indicadas en BANKINTER está compuesta y valorada como sigue:

31/03/2017 contaba con acciones de EDREAMS en una cantidad de 18.000 acciones.

31/10/2017 21.200, el total era de 21.200 acciones (Total inversión: 57.600,69 euros).

31/3/2018 (fecha en la que la operación CALYPSO definitivamente cae públicamente): 85.864,18 euros.

El 31/3/2017 adquiere un total de 3.200 acciones en tres operaciones, que son traspasadas a su cuenta de BANKINTER con fecha 10 de julio de 2017.

Vende las 21.200 acciones de EDREAMS que tenía en cartera el día 8 de marzo de 2018 (fecha de la publicación del abandono definitivo del proyecto Calypso) a un precio de 4 euros. La orden la da por internet el mismo día a la 16:44 horas. Hay dos ejecuciones de 12.301 y 8.899 acciones a las 16:56 y 16:57 horas respectivamente a un precio de 4 euros.

6.- La conclusión, tras el análisis de todos los factores aludidos, circunstancias políticas en Cataluña – sede de la compañía- y noticias de prensa, en unión con las declaraciones de los investigados, tras la salida de la compañía del demandante, es la siguiente:

*“el análisis de estos cuatro factores (el perfil inversor inexistente, los tiempos de las compras, la elección en solitario del valor tratando de considerarlo como tecnológico, y la cuantía relativa de la inversión) permite concluir que solo el traslado de la información privilegiada de la que su marido, controller financiero de EDREAMS, era poseedor podría explicar la cronología, la cuantía y la elección sin diversificación en un valor como EDREAMS, y no los motivos argumentados por HF.*

*Finalmente, debido tanto a la posición preeminente de ASH en la compañía y a su status de iniciado permanente como al destacado perfil profesional y formativo de HF, se estima que ésta no podía desconocer que la información trasladada por su cónyuge sobre el proceso estratégico que suponía el posible cambio de sus accionistas de referencia era información privilegiada. En primer lugar, por la propia información en sí: se trataba de la venta las participaciones mayoritarias de una compañía cotizada, que implicaba para el posible inversor la formulación de una OPA, teniendo dicha información capacidad de influir en la cotización de las acciones, con independencia de conocer otros datos adicionales, incluido el resultado final de dicha negociación. Y, en segundo lugar, como se ha resaltado, por el destacado perfil profesional de la inversora, exdirectora de marketing en empresas multinacionales y con formación de postgrado en finanzas.*

*Se estima, en conclusión, que esta pluralidad de indicios permite de una forma razonada y explicativa fijar que los hechos se produjeron de la manera expuesta y no de cualquier otra, por lo que se concluye que HF poseía información privilegiada trasladada por su marido y la usó al realizar las operaciones analizadas, debiendo estas evidencias prevalecer sobre las manifestaciones realizadas en las tomas de declaración por parte de HF y su cónyuge ASH, dado que no puede esperarse que las mismas sean autoinculpatorias”.*

## **SEGUNDO.- Defensa que mantienen los demandantes.-**

1.- Los demandantes niegan haber cometido la infracción que se les imputa, por la que se les ha sancionado, con la rebaja del 20% una vez efectuado el pago con reducción y renuncia a las acciones y recursos administrativos.

Cuestionan la prueba de indicios sobre la que la CNMV fundamenta la sanción y consideran que se ha vulnerado el principio de presunción de inocencia, haciendo recaer sobre ellos la prueba de un hecho negativo; y al mismo tiempo, niegan la existencia de culpabilidad así como la proporcionalidad de la sanción atendido el escaso beneficio que se habría obtenido.

2.- Así, justifican la adquisición de acciones de la compañía EDREAMS, señalando que la demandante Doña H era una persona con formación en marketing (y reciente master en finanzas), que tomó una decisión seria y meditada, confiando no solo en las noticias de prensa (doc.1 de la demanda), sino en el hecho de que su esposo era director financiero de la compañía, percibiendo ingresos de ella, además de ser inversor en la propia compañía; lo que habría vertebrado (o coadyuvado) de algún modo la decisión inversora en base a la confianza que este hecho generaba en la demandante.

Alegan que la inversión se realizó 83 días después de que el esposo conociese la operación planificada por EDREAMS; que el hecho de no ser inversora habitual no le impedía dar comienzo a tal actividad por primera vez, colocando el finiquito recientemente percibido por razón de su trabajo, con objeto de obtener una rentabilidad. Añade que también invirtió en Apple.

3.- Consideran que en modo alguno se ha probado por la Administración que hubo un flujo de información privilegiada, y que lo que se les exige es que demuestren un hecho negativo, de forma contraria a la presunción de inocencia que garantiza el artículo 24 CE.

4.- Finalmente esgrimen que la sanción es desproporcionada, puesto que la ganancia obtenida se ciñe a 12.615,83 euros, cifra que no guarda relación con el importe de la sanción que se ha impuesto a cada uno de los demandantes (50.000 euros y 38.000 euros, menos la reducción del 20% al acogerse al beneficio contemplado en el artículo 85.2. y 3 de la Ley 39/2015 de 1 de octubre de Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas).

### **TERCERO.- Oposición de la Abogacía del Estado.**

1.- La Abogacía del Estado rebate las alegaciones que mantienen los recurrentes acerca de la decisión de inversión *"claramente estudiada, meditada y adoptada de forma individual"*, apoyada en la *"confianza"* que tenía la demandante en EDREAMS al ser la compañía en la que trabajaba su marido, así como en las *"noticias"* (documento nº 1 anejo a su demanda), recordando que el Informe Razonado expone que *"de los 11 documentos aportados (noticias, análisis y recomendaciones) como soporte de su decisión de inversión, 9 de ellos son de mayo, junio, agosto y septiembre, bastante anteriores a sus compras de octubre; compras que sí son próximas, sin embargo, al anuncio de la información privilegiada del 2 de noviembre de 2017 por EDREAMS"*.

2.- El documento nº 1, se corresponde con un artículo de EXPANSIÓN, de octubre de 2017, que extracta parcialmente en su demanda. No obstante, no es apto por sí mismo para enervar las conclusiones alcanzadas. En ese mismo artículo se hace referencia al *"potencial alcista"* de Edreams, pero también cómo *"La buena marcha del sector turístico en España no se está reflejando en la cotización de eDreams, que pierde un 17,67% en el año y cotiza en su nivel más bajo desde septiembre de 2016. El valor ha perdido fuerza desde que el pasado mes de septiembre marcara máximos de 2 años, en los 3,48 euros"*. Igualmente debe tenerse en cuenta que en ese mismo artículo no se alude únicamente a Edreams, sino también al potencial de otras empresas como OHL y DEOLE.

3.- Sobre la proporcionalidad de las sanciones impuestas, al contrario de lo que sostiene la parte demandante, no hay *"desproporcionalidad"* entre las sanciones impuestas y las infracciones cometidas.

Al respecto de esta cuestión afirma la recurrente que *"Con la operación que Dª H realizó con el valor Edreams, obtuvo una ganancia total aproximada de 12.615,83€ (según concluye la propia CNMV). Sin embargo, la multa que se les ha impuesto suma un total de 88.000€, es decir, la cuantía de las multas es superior al séptuplo de las ganancias de Dª H. Aun en el caso de que se encontraran pruebas inequívocas de la culpabilidad del matrimonio, la cuantía que afrontarían sería desproporcionada en relación con las infracciones que hubieran cometido, lo que no supone más que un incumplimiento del principio de proporcionalidad que debe imperar en todo proceso administrativo sancionador"*.

Tales alegaciones tampoco pueden tener favorable acogida, de conformidad con el artículo 310.1 del TRLMV, en su redacción vigente al tiempo de los hechos.

4.- Ha de tenerse en cuenta además cuál es el desvalor que la acción llevada a cabo, ya que se trata de comportamiento infractor que atenta directamente contra la integridad del mercado de valores y la igualdad de los licitadores, entendiéndose razonable haber acudido - como argumenta la resolución impugnada, a imponer una sanción dentro del tercio inferior del umbral cuantitativo máximo legalmente fijado pero *"con la suficiente relevancia económica para cumplir su esencial finalidad retributiva, como justa y legítima consecuencia de una conducta reprobable, así como el efecto disuasorio de futuros incumplimientos, con el que se trata de evitar la repetición de conductas ilícitas"*, en el caso de D. A.

5.- En cuanto a Doña H, es evidente y razonable que la sanción supere el beneficio obtenido pues, en caso contrario, estaríamos en el supuesto ilógico en el que resulta más favorable económicamente al infractor cometer la infracción que el cumplimiento de la norma infringida; y de otro lado, se tiene en cuenta la persistencia temporal o continuidad en la conducta infractora, al haber realizado hasta cuadro adquisiciones, en días distintos, disponiendo de dicha información privilegiada y valiéndose de ella, por tanto, en múltiples operaciones, lo que supuso una mayor explotación y aprovechamiento de la situación de ventaja ilícitamente obtenida.

#### **CUARTO.- Examen del caso en el contexto del pago voluntario. Prueba.**

1.- El caso que nos ocupa debe examinarse teniendo en consideración que el procedimiento sancionador concluyó como consecuencia del ofrecimiento de pago voluntario, con rebaja del 20%, al que se avino la parte demandante en aplicación del artículo 85 de la Ley 39/2015 de 1 de octubre de Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas. Dicho precepto, bajo el título "Terminación en los procedimientos sancionadores" dispone:

*1. Iniciado un procedimiento sancionador, si el infractor reconoce su responsabilidad, se podrá resolver el procedimiento con la imposición de la sanción que proceda.*

*2. Cuando la sanción tenga únicamente carácter pecuniario o bien quepa imponer una sanción pecuniaria y otra de carácter no pecuniario pero se ha justificado la improcedencia de la segunda, el pago voluntario por el presunto responsable, en cualquier momento anterior a la resolución, implicará la terminación del procedimiento, salvo en lo relativo a la reposición de la situación alterada o a la determinación de la indemnización por los daños y perjuicios causados por la comisión de la infracción.*

*3. En ambos casos, cuando la sanción tenga únicamente carácter pecuniario, el órgano competente para resolver el procedimiento aplicará reducciones de, al menos, el 20 % sobre el importe de la sanción propuesta, siendo éstos acumulables entre sí. Las citadas reducciones, deberán estar determinadas en la notificación de iniciación del procedimiento y su efectividad estará condicionada al desistimiento o renuncia de cualquier acción o recurso en vía administrativa contra la sanción.*

*El porcentaje de reducción previsto en este apartado podrá ser incrementado reglamentariamente.*

2.- El Tribunal Supremo (TS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, Sentencia 232/2021 de 18 febrero 2021, Rec. 2201/2020) ha establecido como Doctrina que "la renuncia o el desistimiento que se exigen en el artículo 85 de la Ley 39/2015 par a poder beneficiarse de la reducción en el importe de la sanción se proyectan única y exclusivamente sobre las acciones o recursos contra la sanción a ejercitar en la vía administrativa y no en la judicial".

Se aplica tanto al supuesto del párrafo primero del artículo 85, como al supuesto de pago anticipado (párrafo segundo), toda vez que la sentencia anotada razona en su FD cuarto "que el pago voluntario implica la renuncia a cualquier acción o recurso en la vía administrativa en relación con los hechos imputados y por ello se beneficia de dicha reducción, ya que, en caso contrario, el procedimiento hubiese podido terminar con la imposición de las sanciones indicadas en la propuesta de resolución". Y se cuida de poner de manifiesto que el pago con reducción de la sanción, que pone fin al procedimiento sancionador, vincula a quien lo hace, de acuerdo con los principios de buena fe y de actos propios, aceptando – al igual que lo hizo la sentencia de instancia- que ello puede conducir a la desestimación del recurso.

3.- El significado que se puede otorgar al pago con reducción de la sanción lleva implícito una aceptación de la multa (no se puede cuestionar en vía administrativa), de ahí que, la defensa y contradicción (artículo 24 CE), si bien queda preservada como derecho fundamental, queda afectada por el pago, subordinando a ese comportamiento la defensa posterior (doctrina de los actos propios y buena fe).

En lo que se refiere al derecho a la tutela judicial efectiva, el Alto Tribunal precisa el sentido y alcance que debe otorgarse a este derecho fundamental en el contexto de la aceptación del pago, recogiendo la doctrina sentada por el Tribunal Constitucional en un caso cercano, en el que examinó la renuncia a la impugnación en caso de condonación graciable de la sanción. Se trata

de la STC n.º 76/1990, que la recurrente invocaba. En ella se rechazó que el artículo 89.2 de la Ley 10/1985, de 26 de abril, de modificación parcial de la Ley General Tributaria comportara una vulneración del derecho a la tutela judicial efectiva por exigir, para la condonación graciable de las deudas tributarias, que los sujetos infractores o responsables renunciaran expresamente al ejercicio de toda acción de impugnación. Recuerda la sentencia del TS que la STC 76/1990 razonó que esa disposición en modo alguno vulneraba el derecho a la tutela judicial efectiva, precisando que es un derecho irrenunciable e imprescriptible que, no obstante, puede sujetarse a determinados límites. Así, la sentencia del TC reseñada establece lo siguiente:

*"B) Con un texto que en lo sustancial no difiere de la redacción anterior, el art. 89.2 prescribe la renuncia al ejercicio de toda acción de impugnación para poder solicitar la condonación graciable de la sanción tributaria; con ello el legislador pretende agilizar y flexibilizar el cobro de las deudas tributarias, debiendo entenderse que la condonación afecta sólo a la sanción y no al resto de la deuda tributaria. Pero, desde la perspectiva del sujeto responsable, es claro que esta abstención en el ejercicio de impugnaciones no supone una renuncia al derecho a la tutela judicial efectiva, lo que sería en sí mismo inconstitucional, dado el carácter irrenunciable e indisponible de este derecho fundamental, sino simplemente al uso de tal derecho y de las acciones en que se manifiesta por un período de tiempo y en relación con un acto administrativo concreto. Y la razón de tal renuncia es similar a la del supuesto anteriormente examinado, pues aquí se trata también de obtener un beneficio al que no se tiene derecho alguno -la condonación en forma graciable de la sanción- a cuyo fin es preciso satisfacer la carga de la previa renuncia a impugnar la liquidación practicada. En la medida en que tal sacrificio no resulta desproporcionado, se adopta libremente por el interesado y con el mismo se obtiene un beneficio graciable, que es el que mejor conviene a los intereses del peticionario de la condonación, no hay transgresión de derecho fundamental alguno.*

*Este Tribunal ha declarado que, si bien los derechos fundamentales son permanentes e imprescriptibles, ello es perfectamente compatible con el establecimiento de límites temporales dentro del ordenamiento para el ejercicio de las correspondientes acciones (STC 7/1983, fundamento jurídico 3.º). Si la imprescriptibilidad de los derechos fundamentales no es un obstáculo al carácter temporal de las acciones para su defensa, la irrenunciabilidad de tales derechos no impide tampoco la voluntaria y transitoria renuncia al ejercicio de las acciones en pos de unos beneficios graciables cuyo eventual logro es para el interesado más ventajoso que el que pudiera resultar de aquel ejercicio.*

*En resumen, el art. 89.2 de la LGT no impide acceder a los Tribunales de Justicia a los contribuyentes infractores, sino que sólo condiciona la obtención de un beneficio a la no impugnación del acto administrativo correspondiente. La libertad del contribuyente para elegir entre una u otra vía, según mejor convenga a sus intereses, queda así salvaguardada y, por ello, no existe vulneración alguna del art. 24.1 de la Constitución". (Fundamento 7.B).*

4.- Es en este contexto en el que han de analizarse las alegaciones de los demandantes, por medio de las que cuestionan la prueba por presunciones que aplica la CNMV, deduciendo la transmisión y utilización de información privilegiada de los hechos que constata; así como la culpabilidad y la proporcionalidad de la sanción que ponen también en tela de juicio.

Pues bien, tal prueba de presunciones está admitida como medio de prueba (artículo 385 y 386 LEC), siempre que existan unos hechos base justificados de los que pueda deducirse razonablemente los hechos que conforman la sanción (comunicación y utilización de información privilegiado por un iniciado y la esposa), es decir, *"1. A partir de un hecho admitido o probado, el tribunal podrá presumir la certeza, a los efectos del proceso, de otro hecho, si entre el admitido o demostrado y el presunto existe un enlace preciso y directo según las reglas del criterio humano"*



(artículo 386.1 LEC), sin perjuicio de que cabe prueba en contrario a cargo de los demandantes (artículo 386.2 LEC).

En este caso, en el que el demandante era un poseedor primario de información privilegiada, se concluye que, en su condición de director financiero de EDREAMS, la transmitió a su esposa, quien la utilizó adquiriendo acciones de la compañía, en fechas anteriores y próximas a la publicación como hecho relevante de la existencia de una operación corporativa (operación CALYPSO), que podría alterar los precios de mercado de las acciones, tal y como sucedió. La demandante reconoce una ganancia de 12.615,83 euros, como consecuencia de una inversión de 38.000 euros.

Esta prueba es admitida en ámbitos como el que nos ocupa (Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Sala Tercera, Sentencia de 23 diciembre 2009, C-45/2008, párrafo 43 y 62), en el que la información no es conocida, y existe un deber legal de confidencialidad, con prohibición de utilización de la información privilegiada por los denominados iniciados que ya la conocen en razón de su cargo.

Cobra especial relevancia la prueba de indicios, porque la realización de un comportamiento prohibido y sancionado tratará de permanecer oculto, con negación de los hechos con carácter general, habida cuenta que el reconocimiento lleva aparejado una sanción por vulneración de las normas de protección de la integridad del mercado.

5.- La CNMV, a través de la Unidad de Vigilancia, examinó los indicios obrantes en la causa para concluir que se advertían los elementos del tipo y la culpabilidad, y lo hizo de forma adecuada analizando los siguientes comportamientos: Vínculo matrimonial entre el Sr. S y la Sra. F, la ausencia de inversiones previas, la falta de coherencia de las operaciones de la Sra. F con respecto a su perfil inversor, la proximidad temporal de las operaciones con el *"hecho relevante"* en el que se publica la información privilegiada; la escasa consistencia en la pretendida justificación de la Sra. F sobre las operaciones sobre las acciones de la compañía en la que trabajaba su esposo, conociendo como iniciado la información.

Estos hechos resultan concluyentes, pues no es verosímil la explicación que ofrece la demandante para justificar la compra de unas acciones, que en fechas próximas a la compra incrementarían notablemente su precio, cuando su esposo y otros iniciados eran los únicos conocedores de la operación y sus consecuencias.

El razonamiento no es descabellado, ni puede tildarse de extraño o ajeno a las normas legales que disciplinan la prueba de indicios. Tal y como se ha dicho el informe razonado – que se ha dejado extractado en lo más relevante- contiene unas conclusiones razonables, acordes con un criterio lógico, atendidos los hechos constatados. Por lo tanto, no puede tildarse la resolución impugnada como una resolución que vulnera el derecho a la presunción de inocencia, en tanto que hace uso de medios de pruebas admitidos en derecho, conforme a las reglas del criterio humano, razonadamente.

6.- Ello no comporta trasladar la carga de la prueba o de la culpa a los demandantes, ya que lo que hace la CNMV es analizar los hechos constatados, y extraer unas conclusiones, frente a las que cabe prueba en contrario. Las aportadas no han tenido la virtualidad que esperaban los demandantes, pero ello no permite considerar la vulneración de derechos que invocan, una vez que hemos visto que las consecuencias que se extraen de los hechos probados son perfectamente lógicas y razonables para dar por probados los hechos objeto de sanción. El motivo ha de decaer.

## **QUINTO.- Proporcionalidad de la sanción.**

1.- Tampoco cabe cuestionar la proporcionalidad de la sanción, considerando las ganancias y los parámetros de determinación de la pena. No solo se requiere considerar las ganancias a las que alude la parte, sino el daño al mercado, la intencionalidad, y en fin las circunstancias de todo orden. El artículo 29 de la Ley 40/2015 de 1 de octubre de Régimen Jurídico del Sector Público, considera las siguientes circunstancias para la determinación de la sanción:

*2. El establecimiento de sanciones pecuniarias deberá prever que la comisión de las infracciones tipificadas no resulte más beneficioso para el infractor que el cumplimiento de las normas infringidas.*

*3. En la determinación normativa del régimen sancionador, así como en la imposición de sanciones por las Administraciones Públicas se deberá observar la debida idoneidad y necesidad de la sanción a imponer y su adecuación a la gravedad del hecho constitutivo de la infracción. La graduación de la sanción considerará especialmente los siguientes criterios:*

- a) El grado de culpabilidad o la existencia de intencionalidad.*
- b) La continuidad o persistencia en la conducta infractora.*
- c) La naturaleza de los perjuicios causados.*
- d) La reincidencia, por comisión en el término de un año de más de una infracción de la misma naturaleza cuando así haya sido declarado por resolución firme en vía administrativa.*

2.- Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) prohíbe en el artículo 14 las operaciones con información privilegiada y la comunicación ilícita de esta clase de información; a la vez que ordena implementar sanciones que sean eficaces y disuasorias (artículo 31.2 RAM), que en este caso pueden alcanzar los 15.500.000 de euros (artículo 30.2.i. i). RAM).

3.- La graduación de la sanción ha atender no solo a la suma que conforma las ganancias obtenidas mediante la infracción, sino a las circunstancias que detalla el artículo 310 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores vigente en el momento de los hechos. Establece que:

*1. Las sanciones aplicables en cada caso por la comisión de infracciones muy graves, graves o leves se determinarán conforme a los criterios recogidos en el artículo 29.3 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, y los siguientes:*

- a) La naturaleza y entidad de la infracción.*
- b) El grado de responsabilidad de la persona física o jurídica responsable de la infracción.*
- c) La solidez financiera de la persona física o jurídica responsable de la infracción reflejada, entre otros elementos objetivables, en el volumen de negocios total de la persona jurídica responsable o en los ingresos anuales de la persona física.*
- d) La gravedad y persistencia temporal del peligro ocasionado o del perjuicio causado.*
- e) Las pérdidas causadas a terceros por la infracción.*

- f) *Las ganancias obtenidas o, en su caso, las pérdidas evitadas como consecuencia de los actos u omisiones constitutivos de la infracción, en la medida en que puedan determinarse.*
- g) *Las consecuencias desfavorables de los hechos para el sistema financiero o la economía nacional.*
- h) *La circunstancia de haber procedido a la subsanación de la infracción por propia iniciativa.*
- i) *La reparación de los daños o perjuicios causados.*
- j) *La colaboración con la Comisión Nacional del Mercado de Valores, siempre que la persona física o jurídica haya aportado elementos o datos relevantes para el esclarecimiento de los hechos investigados, sin perjuicio de la necesidad de garantizar la restitución de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas por la misma.*
- k) *En el caso de insuficiencia de recursos propios, las dificultades objetivas que puedan haber concurrido para alcanzar o mantener el nivel legalmente exigido.*
- l) *La conducta anterior de la entidad en relación con las normas de ordenación y disciplina que le afecten, atendiendo a las sanciones firmes que le hubieran sido impuestas, durante los últimos cinco años. (...)*

4.- Desde esta perspectiva no puede obviarse que no hay desproporción, y que la ganancia es solo un factor de graduación, debiendo incidir en el hecho de que la comisión de la infracción y su sanción no puede ser más beneficiosa que la observancia de la norma. Es preciso considerar todas las circunstancias y el efecto disuasorio y de protección de la integridad del mercado, de modo que las medidas adoptadas por el estado tengan “un carácter efectivo, proporcionado y disuasorio” (Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Sala Tercera, Sentencia de 23 diciembre 2009, C-45/2008).

Ha de remarcarse que la finalidad de la norma es defender la integridad del mercado, colocando a todos los inversores en condiciones de igualdad, a fin de evitar obtener un beneficio ilícito aprovechando el conocimiento de hechos concretos que no son públicos para los inversores en general, y que podrían condicionar las decisiones de los operadores en un determinado sentido de ser públicos (Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Sala Gran Sala, Sentencia de 15 marzo 2022, C-302/2020, pfo. 43). Y que “87. ...En particular, en la medida en que se llevaron a cabo operaciones con información privilegiada a raíz de dicha comunicación, estas pueden generar pérdidas económicas para otros inversores y, a medio plazo, la pérdida de confianza en los mercados financieros.

88. De ello se deduce que la comunicación de información privilegiada no solo perjudica a los intereses privados de determinados inversores, sino también, de manera más general, al interés público consistente en garantizar una transparencia plena y adecuada del mercado, con el fin de proteger su integridad y garantizar la confianza de todos los inversores, como se ha recordado en el apartado 77 de la presente sentencia” (Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Sala Gran Sala, Sentencia de 15 marzo 2022, C-302/2020).

5.- Así las cosas, no resulta desproporcionada la sanción fijada en el acuerdo de incoación, posteriormente rebajada en un 20% como consecuencia del pago y finalización de la causa. Las sanciones propuestas en su día, son las previstas en el artículo 302 y 303 de la LMV, en su redacción vigente.

En este caso, se eligió la imposición de multa recogida en los apartados 17.b)1º del citado artículo 302, ya que no se apreciaron supuestos de especial gravedad, considerando los importes máximo de hasta 10.000.000 euros (esposo) y 5.000.000 euros(esposa, artículo 303 LMV), sin que se apreciaran circunstancias que demanden reforzar o atemperar la respuesta punitiva en el caso del esposo.

Se considera proporcional la imposición de una multa dentro del tercio inferior, pero con la suficiente relevancia económica para cumplir su esencial finalidad retributiva, como justa y legítima consecuencia de una conducta reprobable, así como el efecto disuasorio de futuros incumplimientos, con el que se trata de evitar la repetición de conductas ilícitas.

En el caso de la esposa se estimó, además, que la comisión de la infracción no puede resultar más beneficiosa para el infractor que el cumplimiento de la norma infringida por lo que la multa a imponer no puede situarse por debajo del beneficio obtenido que, en este supuesto, alcanzó la cifra de 12.615,83 euros.

Por otro lado, como circunstancia que aconsejaba aumentar la intensidad del reproche sancionador se apreció *“la existencia del criterio recogido en la letra d) del artículo 310.1 de la LMV transcrito, coincidente con el previsto en la letra b) del artículo 29 de la LRJSP, consistente en la persistencia temporal o continuidad de la conducta infractora, dado que realizó múltiples operaciones disponiendo de información privilegiada, lo que supuso una mayor explotación y aprovechamiento de la situación de ventaja ilícitamente obtenida”*.

La aplicación de estos factores llevó a unas multas que cubren el mínimo del tramo inferior, toda vez que las multas pueden llegar a los 10.000.000 y 5.000.000 de euros, respectivamente, por lo que atendidas las circunstancias del caso y las determinantes de la graduación, no puede entenderse que una multa de 50.000 euros y otra de 38.000 euros resulten no proporcionadas a la gravedad de los hechos, los bienes jurídicos protegidos, y demás elementos concurrentes. El motivo se desestima.

#### **SEXO.- Costas.-**

Las costas causadas se imponen a la parte demandante cuyas pretensiones son íntegramente desestimadas, conforme a la norma general del vencimiento que establece el artículo 139.1 de la LJCA. No se advierten motivos para apartarse de la regla general.

### **FALLO**

**DESESTIMAR** el recurso contencioso-administrativo promovido por **D. ASH** y **Dª HFI** contra la Resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 29 de junio de 2022, por ser conforme a derecho.

Las costas causadas se imponen a la parte demandante.

Notifíquese esta resolución a las partes haciéndoles saber que la misma no es firme y que frente a ella cabe recurso de casación que habrá de interponerse ante esta Sala, previa consignación del preceptivo depósito par recurrir, en el plazo de en el plazo de 30 días, contados desde el siguiente al de la notificación de aquélla, mediante escrito en el que deberá justificar los requisitos exigidos en el artículo 89 de la LJCA.

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