



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultad de Derecho

SAÍDA A BOLSA DUNHA SOCIEDADE COAS CONTAS FALSEADAS
SALIDA A BOLSA DE UNA SOCIEDAD CON LAS CUENTAS FALSEADAS
INITIAL PUBLIC OFFERING OF A COMPANY WITH FALSIFIED
ACCOUNTS

Trabajo de fin de Grado en Derecho presentado por

CARLA VIDAL CARBALLO

Dirigido por

DR. MANUEL AREÁN LALÍN

Catedrático de la Universidad de A Coruña

Simultaneidad de Grado en Derecho y Grado en
Administración y Dirección de Empresas

2020

ÍNDICE

LISTADO DE ABREVIATURAS.....	2
I. ANTECEDENTES DE HECHO.....	3
II. DESARROLLO DE LAS CUESTIONES FORMULADAS	
II.1 ¿Son vinculantes los acuerdos del consejo de familia para que se nombre al hijo de W como consejero y para que se cese al consejero Y por deslealtad? ¿Se le puede negar a este último la participación en beneficios durante cinco años si los estatutos de la sociedad nada establecen al respecto? ¿Y el derecho a voto?.....	4
II.1.a Sobre la vinculación de los acuerdos del consejo de familia para el nombramiento del hijo de W y para el cese al consejero Y por deslealtad.....	6
II.1.b Posibilidad de la negación al consejero Y de la participación en los beneficios durante cinco años si los estatutos de la sociedad no establecen nada al respecto.....	7
II.1.c Posibilidad de la negación al consejero Y del derecho a voto.....	10
II.2 Responsabilidad penal y civil de todos los administradores...10	
II.2.a Responsabilidad Penal.....	11
II.2.b Responsabilidad Civil.....	18
II.3 ¿Constituirían delito de abuso de información privilegiada los actos llevados a cabo por Y?.....	25
II.4 ¿Qué actividad debería llevar a cabo la CNMV al conocer los hechos.....	32
II.5 ¿En qué situación se encuentran los contratos de adquisición de las acciones?.....	36
III. CONCLUSIONES.....	40
IV. BIBLIOGRAFÍA.....	43
APÉNDICE LEGISLATIVO.....	46
APÉNDICE JURISPRUDENCIAL.....	47

LISTADO DE ABREVIATURAS

Art.: Artículo.

BOE: Boletín Oficial del Estado.

CC: Código Civil.

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

CP: Código Penal.

DCFR: Marco Común de Referencia.

IOSCO: Organización Internacional de Comisiones de Valores.

LAC: Ley de Auditoría de Cuentas.

LECRim: Ley de Enjuiciamiento Criminal.

LMV: Ley del Mercado de Valores.

LSC: Ley de Sociedades de Capital.

LSP: Ley de Sociedades Profesionales.

Núm.: Número.

PIB: Producto Interior Bruto.

PJ: Persona Jurídica.

PGC: Plan General Contable.

PECL: Principios de Derecho Europeo de los Contratos

RD: Real Decreto.

RM: Registro Mercantil.

SA: Sociedad Anónima.

Ss.: Siguietes.

TS: Tribunal Supremo.

UE: Unión Europea.

I. ANTECEDENTES DE HECHO

La sociedad "ABCD" tiene carácter de Sociedad Anónima y su órgano de administración es el Consejo de Administración, formado por un total de 9 administradores. Es conocida la intensa relación que tienen todos los administradores entre ellos, siendo muchos de ellos miembros de la misma unidad familiar.

Existe un Consejo de Familia para las decisiones que afectan de una manera más personal a la sociedad y donde la toma de decisiones se hace de una manera más pasional. Muchas veces los intercambios de ideas terminan en discusiones y malas palabras ya que, desde hace unos años, existen dos bandos en la familia debido a una fuerte rivalidad entre hermanos, administradores Z y W. A estos hay que sumar el administrador X, hermano mayor de ambos con un carácter mucho más templado, lo que hace que muchas veces sea el único capaz de zanjar las discusiones entre los dos.

Además, se implantó también un Protocolo Familiar, para establecer la organización dentro de la sociedad. A la cabeza están los tres hermanos X, Z y W, que llegaron a este puesto tras la jubilación de V, patriarca de la familia. Este sigue ostentando un puesto honorario, pero ya no está en situación de realizar sus labores como administrador ya que, aunque tiene una salud de hierro, se le van notando los achaques de la edad. Su mayor dificultad es que se está empezando a olvidar de pequeñas cosas y nombres de personas que antes recordaba a la perfección. Realmente lo que quiere es descansar, pero la sociedad es el trabajo de su vida y no confía en que sus hijos, debido a las riñas internas, sean capaces todavía de dejar sus egoísmos a parte para buscar el bien de la sociedad.

Tras este primer puente de mando nos encontramos con las dos hijas de Z, el yerno de X y tres administradores que no tienen un vínculo directo familiar con el resto, pero que uno de ellos es el mejor amigo de X de la infancia, otro es la pareja de pádel de Z y el último es un amigo de V quien ya en unos años tiene pensado jubilarse. Se tiene previsto que, para el 21 cumpleaños del hijo de W, actualmente estudiante de ADE en la Rey Juan Carlos, se amplíe el Consejo de Administración y se le deje formar parte de este. La hija de X ha decidido no ser administradora y prefiere trabajar como médico.

El Protocolo Familiar fue escrito en su día por el administrador V cuando decidió que ya era hora de que sus hijos formasen parte de la sociedad. Como era conocedor del riesgo que esto suponía decidió redactar también un código de conducta, donde prevalecen los valores de la honradez y la lealtad. Destacan medidas como que por cualquier falta de lealtad a la empresa se destituirá del cargo de administrador y se le negará la participación en los beneficios durante 5 años. El mismo castigo sufrirá aquel que engañe a alguno de los miembros del Consejo de Familia, con el agravante de que además deberá desentenderse totalmente de la sociedad y por lo tanto se le retirará el derecho de voto.

La salida a bolsa fue liderada por el administrador X, y debido a la confianza que tienen en el administrador X el resto de los administradores, ya que como es normalmente el líder en las reuniones y el que consigue que reine la paz, no indagaron más en las cuentas. Ni siquiera tras la queja de algunos accionistas, achacándolo al nerviosismo usual que una operación así puede acarrear. En general el ambiente sin embargo era de ilusión, especialmente por parte del administrador V, el cual veía que finalmente iba a poder disfrutar de sus últimos años al lado de su mujer en una casita alejada de la ciudad con la plena confianza de que una vez que su pequeña, ahora gran, empresa saliese a bolsa, habría cumplido su sueño.

Sin embargo, esto fue un error, ya que las cuentas fueron falseadas por no otro que el administrador X. Este escondió las pérdidas debidas a su mala gestión creando diversos departamentos, además alteró la contabilidad creando un espejismo de beneficios y buenaventura económica totalmente inexistentes. Incluso llegó a hacer suyos fondos de la sociedad para poder comprarse un deportivo rojo y poder mantener la vida de lujos que siempre había aparentado tener.

Sin embargo, el administrador Y, yerno del administrador X, con conocida mala relación con el anterior y experto contable, descubrió sus actuaciones y en lugar de denunciar sus malos actos decidió esperar y tramar un plan. Analizó la situación y decidió actuar como inversor anónimo, para el día de salida a bolsa vender en corto. Para que sus planes le fuesen económicamente beneficiosos además elaboró un informe, el cual distribuyó los primeros días entre sus amigos y más tarde con el mundo entero. En él explicaba detalladamente las actuaciones del administrador X, y la situación financiera real en la que se encuentra la sociedad. Así las acciones de la sociedad cayeron en picado valiendo ahora menos de un 10% del valor que tuvieron en el momento de la salida a bolsa. Esta situación le produjo unos beneficios tan altos al administrador Y que decidió él también comprarse un deportivo rojo.

II. DESARROLLO DE LAS CUESTIONES FORMULADAS

II.1. ¿Son vinculantes los acuerdos del consejo de familia para que se nombre al hijo de W como consejero y para que se cese al consejero Y por deslealtad? ¿Se le puede negar a este último la participación en beneficios durante cinco años si los estatutos de la sociedad nada establecen al respecto? ¿Y el derecho a voto?

Dentro del sector español, las empresas familiares suponen un total del 89% de todas las empresas privadas, aproximadamente hay unos 1.1 millones de empresas de este tipo en España. Ocupan el 67% del empleo privado en España, esto equivale a unos 6,85 millones de puestos de trabajo. Además, en relación con el PIB del sector privado, su peso en la actividad económica equivale a un 57%¹.

Pero las empresas familiares tienen que afrontar un gran problema, su alta mortalidad tras la segunda generación. En primer lugar, podemos pensar que las discrepancias a la hora del relevo generacional son el gran punto de inflexión, pero, además, la ausencia de mecanismos y órganos de control y gobierno, la falta de comunicación y la convivencia son también causas de conflicto.

Para disminuir dicha mortalidad se crea en los años noventa el llamado Protocolo Familiar. No existe una definición de este como tal en nuestra legislación, lo más cercano lo encontramos en el preámbulo del Real Decreto 171/2007 de 9 de febrero². Se entenderá como protocolo familiar *aquel conjunto de pactos suscritos por los socios entre sí o con terceros con los que guardan vínculos familiares respecto de una sociedad no cotizada en la que tengan un interés común en orden a lograr un modelo de comunicación y consenso en la toma de decisiones para regular las relaciones entre familia, propiedad y empresa que afectan a la entidad.*

¹ Datos del Instituto de Empresa Familiar.

² Real Decreto 171/2007, de 9 de febrero, por el que se regula la publicidad de los protocolos familiares. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/02/09/171>

Es importante destacar que desde la doctrina se puntualiza que al protocolo familiar *han de ajustarse otros pactos complementarios: estatutos sociales, capitulaciones matrimoniales y testamento, entre ellos* (DEHESA PÉREZ, M.J, Tratado de Conflictos Societarios, 2018). Por otro lado, desde la perspectiva de la consultoría, y citando en concreto al experto BERMEJO, M., se apunta que el protocolo familiar no es un mero texto legal, sino que *abarca todos los aspectos, de cualquier índole, que afectan a las relaciones familia-empresa, y que lo importante no es tanto el documento final en el que se plasma el resultado del proceso reflexivo, sino la reflexión misma*.

El citado RD no es exhaustivo a la hora de regular los diferentes aspectos organizativos de la empresa familiar. No explica los diferentes aspectos subjetivos, objetivos o formales del protocolo, ni tampoco cómo debe ser configurado su contenido. La hipótesis más frecuente dentro de la doctrina y jurisprudencia será la autonomía negocial, entendido el protocolo como un pacto parasocial, sin más límites que los generales recogidos en el ordenamiento civil y, en concreto, en el derecho societario.

A lo que sí se dedica el RD es a regular los diferentes mecanismos para dotar de publicidad al protocolo familiar. Será el órgano de administración de la sociedad el encargado de la publicación, o no, de dicho protocolo, siempre en atención al interés social. Son tres los mecanismos:

- Su constancia en el asiento de inscripción, pero sin incluir su contenido, sólo se aportan datos identificativos.
- Su depósito en la presentación de las cuentas anuales, pero se exige entonces su constancia en documento público y no puede modificar la organización de la sociedad que ya esté inscrita en el RM.
- La inscripción en el RM de la escritura pública de elevación a públicos de los acuerdos sociales que contenga. Las cláusulas que lo forman tienen que ser inscribibles. Aquí sí sucederán los efectos de publicidad material.

En los antecedentes de hecho nada se dice acerca de la publicidad del protocolo. Sin embargo, en las preguntas se menciona que algunas disposiciones del mismo no se encuentran los estatutos. De hecho, algunas de las cláusulas recogidas en el protocolo familiar no serían inscribibles. Además, analizando las empresas actuales, muy pocas que dan publicidad al protocolo ya que, en muchas ocasiones, este trata cuestiones íntimas de la familia y la sociedad, que los miembros prefieren no hacer públicas.

Lo que vamos a analizar en este primer apartado es el problema que se plantea cuando el protocolo familiar no se traspone a los estatutos de la sociedad. Puede surgir conflicto cuando las normas recogidas en los estatutos sociales y las recogidas en el protocolo familiar son contrarias, y ambas, siguen siendo perfectamente válidas.

Es importante tener en cuenta que este análisis se realiza en un momento en el tiempo anterior a que la sociedad ABCD salga a bolsa y se convierta así en una sociedad cotizada. Las sociedades cotizadas, con ánimo de incrementar la transparencia por parte del legislador, no pueden mantener pactos reservados, sino que es necesario notificación de los mismos y que se materialicen en escritura pública (art. 530 y ss. Ley de Sociedades de Capital³, en adelante LSC). De hecho, el propio RD especifica que sus disposiciones se aplicarán a las sociedades no cotizadas.

³ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, *por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2010/07/02/1/con>

II.1.a) Sobre la vinculación de los acuerdos del consejo de familia para el nombramiento del hijo de W y para el cese al consejero Y por deslealtad.

Como mencionamos antes, vamos a presuponer entonces que en los estatutos de la sociedad no se ha recogido cláusula alguna del protocolo familiar. No creemos que la sociedad ABCD tuviese intención alguna de publicitar el protocolo si otras cláusulas se especifica claramente que no aparecen en los estatutos. Además, en concreto, el nombramiento del hijo de W y la destitución de Y atentan contra el derecho a la libertad de voto al ordenarle a los administradores lo que tienen que votar, y, por tanto, no serían inscribibles.

Debemos entender entonces estas cláusulas del protocolo familiar como pactos parasociales. Según las sentencias STS ambas de 6 de marzo de 2009 (ECLI: ES:TS:2009:941; ECLI:ES:TS:2009:940) los pactos parasociales serán *aquellos pactos mediante los cuales los socios pretenden regular, con la fuerza del vínculo obligatorio, aspectos de la relación jurídica societaria sin utilizar los cauces específicamente previstos para ello en la ley y los estatutos, y afirmaron que son válidos siempre que no superen los límites impuestos a la autonomía de la voluntad.*

Para ser vinculantes estos acuerdos tienen que cumplir los requisitos de validez y de eficacia. En cuanto a los requisitos de validez, según la STS de 23 de octubre de 2012 (ECLI: ES:TS:2012:6729), los pactos parasociales *no están constreñidos por los límites que a los acuerdos sociales y a los estatutos imponen las reglas societarias -de ahí gran parte de su utilidad- sino a los límites previstos en el artículo 1255 del Código Civil.*

Por tanto, los pactos no podrán ser contrarios a la ley, a la moral o al orden público. No parece, en principio, que ninguna de las dos cláusulas vulnere ninguno de estos requisitos, por lo que podemos decir que ambas cláusulas serán válidas.

En cuanto a la eficacia será un asunto más complicado de resolver. Se recoge en el art. 29 de la LSC, que los pactos que se mantengan reservados entre los socios no son oponibles a la sociedad. Es decir, tal y como exponen CALBACHO, F. y LÓPEZ DE HARO, J.I. *las reglas de los derechos y obligaciones de los miembros de la empresa familiar incluidas en el protocolo familiar no son oponibles a la sociedad si no están también incorporadas o reflejadas en los estatutos.*

En este caso, como bien dijimos al principio, ninguna de las dos cláusulas están incorporadas a los estatutos de la sociedad, ni se mencionan en ellos la existencia del protocolo familiar, por lo que tendremos que ver cómo se podría desarrollar la votación del acuerdo para ver sus posibles efectos.

Tanto la destitución o cese como el nombramiento de un administrador corresponde a la Junta General (art. 223 LSC). En los antecedentes de hecho no se especifica en manos de quién está el capital social. Sin embargo, al ser una empresa familiar, podemos presumir que la mayoría estará en las manos de los propios administradores de la sociedad.

En caso de que no hubiesen dejado entrar a ningún tercero, estaríamos ante un caso de pacto parasocial omnilateral, que es aquel que se adopta con la aprobación de todos los titulares de capital social con derecho a voto. Que se dé esta circunstancia o no cambiará la eficacia de ambos pactos.

En caso de que la votación se realice, habrá dos posibles resultados. En primer lugar, si no se aprueba el nombramiento o la destitución respectivamente, el acuerdo no

podría ser impugnado, en base al art. 29 de la LSC, ya que no se puede impugnar un acuerdo bajo el único argumento de que contraviene un pacto parasocial al no ser este oponible a la sociedad.

Si, en cambio, el resultado de la votación es favorable no habría ningún problema, a menos que alguno de los miembros esté en contra y decida impugnar el acuerdo por ir en contra del derecho de libertad de voto. Si se trata de un pacto omnilateral, la STS de 25 de febrero de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:659) ha establecido que se estarían infringiendo las normas de la buena fe según el art. 7.1 del Código Civil⁴, en adelante CC, y por lo tanto no sería posible impugnar el acuerdo.

Finalmente, si la votación incumple el acuerdo pactado en el protocolo familiar, esto dará legitimidad para ejercer una acción indemnizatoria contra el administrador o administradores que votasen en contra, según lo recogido en el art. 1101 del CC sobre incumplimiento de contrato.

Además, es común encontrar en los pactos parasociales cláusulas que causen un agravamiento de la responsabilidad civil, las denominadas cláusulas penales, encontradas en los art. 1152 a 1155 del CC. Según DOMÉNECH GARRET, C. estas cláusulas son una *prestación pactada como accesorio para el supuesto de que el deudor incumpla o cumpla defectuosamente la obligación principal*. Siguiendo a esta autora podemos clasificar en tres tipos las diferentes cláusulas penales:

- Cumulativa o penal: se puede exigir la pena además del cumplimiento de una cierta forma o de la indemnización por daños.
- Sustitutiva o liquidadora: se calculan previamente a los posibles daños que se puedan producir y sustituye a la indemnización por esta razón.
- Coercitiva o de garantía: estimula al deudor a cumplir con la obligación bajo la amenaza de pagar la pena.

Tendremos que atenernos a lo recogido en el protocolo familiar para ver se puede reclamar también una indemnización por daños o no.

II.1.b) Posibilidad de la negación al consejero Y de la participación en los beneficios durante cinco años si los estatutos de la sociedad no establecen nada al respecto.

En principio el hecho de no percibir beneficios de una sociedad de la que se es socio da lugar al denominado derecho de separación recogido el art. 348 *bis* de la LSC. Este derecho viene dado como una reafirmación de lo expuesto en el art. 93.a) de la LSC que le reconoce al socio el derecho de participar en las ganancias sociales.

Es importante entender el contexto a raíz del cual surge este art. 348 *bis*. Según HERNANDO CEBRIÁ, L. este precepto trata *de dar solución a los abusos respecto de los derechos económicos de los socios minoritarios en las sociedades no cotizadas, de modo que éstos no queden desprovistos de contenido*.

Sin embargo, y debido a su alta conflictividad, ha sido un artículo que ha sufrido numerosas reformas y que, en la actualidad, se está intentando flexibilizar. Las sociedades incurren en un altísimo coste cuando un socio hace valer su derecho de separación, llegando en ocasiones a tener que acudir a soluciones como una reducción de capital, e

⁴ Real Decreto de 24 de julio de 1889 *por el que se publica el Código Civil*. ECLI: [https://www.boe.es/eli/es/rd/1889/07/24/\(1\)/con](https://www.boe.es/eli/es/rd/1889/07/24/(1)/con)

incluso pueden llegar a situaciones de concurso de acreedores. En concreto en la actualidad la versión actualizada de dicho precepto recoge que:

Salvo disposición contraria en los estatutos, transcurrido el quinto ejercicio contado desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, el socio que hubiera hecho constar en el acta su protesta por la insuficiencia de los dividendos reconocidos tendrá derecho de separación en el caso de que la junta general no acordara la distribución como dividendo de, al menos, el veinticinco por ciento de los beneficios obtenidos durante el ejercicio anterior que sean legalmente distribuibles siempre que se hayan obtenido beneficios durante los tres ejercicios anteriores. Sin embargo, aun cuando se produzca la anterior circunstancia, el derecho de separación no surgirá si el total de los dividendos distribuidos durante los últimos cinco años equivale, por lo menos, al veinticinco por ciento de los beneficios legalmente distribuibles registrados en dicho periodo.

Sin embargo, en este caso no podemos decir que estemos exactamente en el supuesto de aplicación de dicho artículo. En el mismo lo que se protege es la situación en la que ninguno de los socios puede percibir beneficios, ya que no se reparten y uno o varios de ellos deciden ejercer este derecho. Sin embargo, en este caso, sí se acuerda la distribución de beneficios y, de hecho, todos los demás socios podrán percibir beneficios. Es tan solo el administrador Y al que se le está imponiendo una sanción y por lo tanto él, y solo él, no tendrá derecho a participar de ellos.

Además, según la doctrina, es necesario que la falta de reparto de dividendos venga sin una razón que justifique la misma, lo que en esta situación tampoco sucede, ya que constituye un castigo al administrador Y debido a su comportamiento contrario a la sociedad.

Aclarado lo anterior, es importante destacar que estamos ante una cláusula penal, ya que su función es que los administradores no concurren en actos de deslealtad. La obligación principal será no cometer actos desleales y la obligación accesoria, que es la que nos ocupa, consiste en castigar al autor con la imposibilidad de disfrutar de los beneficios repartidos en forma de dividendos por la empresa durante un período de cinco años.

Debemos estudiar si esta obligación accesoria que constituye una cláusula penal es verdaderamente excesiva, y en caso de que sea así, qué supondrá. Para ello seguiremos a la profesora ÁLVAREZ LATA, N. que explica que, a pesar de la redacción del art. 1154 del CC, las cláusulas no serán moderadas en todo caso cuando *son excesivas o sobrepasan de manera notoria los daños reales*. Lo mismo recogen las propuestas de uniformización europeas, que permiten la reducción de la cantidad pactada *si el importe es «exagerado» en proporción al daño provocado por el incumplimiento y en función de las demás circunstancias, o manifiestamente excesivo* (cfr. art. 9:509 PECL; art. III-3:710 DCFR).

Se entiende que, si no existe ninguna cláusula de moderación propia en relación con la cláusula penal, la posible reducción la tendremos que buscar en el sentido de si dicha cláusula transgrede en algún momento los límites de la autonomía privada y del ejercicio de derechos (art. 6.3; 7 y 1255 y ss. del CC).

Un socio forma parte de una sociedad de capital con un único motivo principal, que su inversión genere beneficios. Constituye uno de los principios esenciales de la sociedad, sino el más esencial. La cláusula de que en una SA no se repartan beneficios no habría duda de que contravendría lo recogido en el art. 1255 del CC, sin embargo, en este caso estamos ante una sanción de un socio ante un comportamiento de deslealtad la cual acarrea la pérdida de beneficios durante un tiempo determinado, no indefinidamente.

Además, estamos tratando con un administrador, no con un mero socio. Una de las vías para la remuneración de un administrador, muy frecuente en la práctica, es mediante los dividendos de la sociedad. Por lo tanto, es posible que no tengamos que juzgar la situación como una participación en los beneficios de la sociedad sino como una retribución del cargo de administrador. En este último caso estaría claramente justificada la sanción.

La jurisprudencia nos indica la conveniencia de la reducción de las cláusulas penales en relación con el requisito del art. 1255 del CC de moralidad en sentencias como la STS de 13 de septiembre de 2016 (ECLI:ES:TS:2016:126) que expone que:

Pueden considerarse contrarias a la moral o al orden público las penas convencionales cuya cuantía exceda extraordinariamente la de los daños y perjuicios que, al tiempo de la celebración del contrato, pudo razonablemente preverse que se derivarían del incumplimiento contemplado en la cláusula penal correspondiente. No solo las opresivas y las usurarias sino también aquellas en las que el referido exceso de la cuantía pactada de la pena sobre el daño previsible no encuentre justificación aceptable en el objetivo de disuadir de modo proporcionado el incumplimiento que la cláusula contempla; en atención sobre todo a la gravedad del mismo y al beneficio o utilidad que hubiera podido preverse, al tiempo de contratar, que reportaría al deudor incumplidor.

Como no podemos saber en qué cantidad se cifran los dividendos usuales de la compañía y el montante que resultaría de la acumulación de los mismos durante 5 años, no podemos afirmar con seguridad si son o no son excesivos respecto del daño producido por el administrador Y en sus actuaciones.

Por ello sería decisión de un juez de rebajar la duración de la prohibición. Su criterio determinará también la posible imposibilidad de ejercer un posible derecho de separación ya que, de haber reducción, no se cumplirían los cinco años requeridos, aunque como ya explicamos antes, no creemos que pudiera ejercerlo.

Tras este análisis tendremos que presumir la validez de la cláusula, ya que no podemos saber cuál será la valoración del juez. Ahora, observaremos la eficacia de la misma. Para ello tendremos que visualizar dos posibles escenarios.

En primer lugar, es posible que el administrador Y consiga convencer a los socios de que voten en contra del acuerdo, ya que es un pacto parasocial y estaríamos a lo dispuesto en el art. 29 de la LSC en los mismos términos de la pregunta anterior. En este caso, al igual que en la pregunta anterior, surgirá un derecho para ejercer la acción indemnizatoria.

En caso de que no lo consiguiese y que los demás administradores, al sentirse traicionados por el administrador Y, decidiesen que este es un castigo justo y votasen a favor, no podría este impugnar el acuerdo. Primero porque podría darse que estemos una vez más en el caso de un pacto parasocial omnilateral. Pero, además, tanto si el juez decide reducir la sanción como si no, esta sería una cláusula en principio válida. Por lo que no le quedaría otro remedio que sufrir la sanción impuesta. Otro aspecto que valorar es la manifiesta mala fe que refleja su comportamiento

Las consecuencias finales dependerían de la posible reducción de la sanción y del resultado de la votación, en caso de que el resto de los administradores votasen a favor de retirarle el derecho a percibir beneficios durante cinco años o no. Además, podría tratarse, más que de un derecho a percibir beneficios, una retribución por sus labores de administrador, labores en las que ha sido claramente, como poco, negligente.

II.1.c) Posibilidad de la negación al consejero Y del derecho a voto.

Debemos tener en cuenta que el voto es uno de los principios esenciales de la sociedad. Es cierto que en ocasiones puede dispensarse el ejercicio de este de manera voluntaria, en el caso de las acciones sin derecho a voto. Sin embargo, se entiende que rechazar este derecho da lugar a ciertos beneficios a cambio, como disfrutar de mayores dividendos o no quedar sus acciones afectadas en caso de una reducción de capital.

Según recoge la LSC también sucede que en casos tasados se retira este derecho, por ejemplo, cuando se dé un conflicto de intereses (art. 190 LSC), cuando el socio incurra en mora (art. 83 LSC) o mientras no se reduzca capital en los casos de participaciones recíprocas excesivas (art. 151 y 152 LSC), entre otros.

El problema viene cuando nos damos cuenta de que no se estipula un período de tiempo durante el cual se aplicaría esta sanción, por lo que la retirada de este derecho estaría siendo definitiva. En los casos que vimos antes de exclusión legal del voto se retira el mismo mientras duren esas circunstancias concretas. La retirada definitiva del derecho de voto, sin ser voluntaria, no debería ser efectiva en el funcionamiento de la sociedad.

Antes de estudiar su efectividad debemos estudiar su validez, porque si no es válida, es posible que ya no surja efectos. Para ello lo que tenemos que ver es si esta va contra la ley, la moral o el orden público (art. 1255 del CC) y por tanto transgrede los límites de la autonomía privada.

En concreto parece que una cláusula penal que retira el derecho de voto indefinidamente puede verse como una cláusula que va en contra de la moral. No puede suceder que un socio no pueda ejercer nunca más su derecho a voto por haber cometido un comportamiento de deslealtad. Ni siquiera en el derecho penal, rama del derecho donde se recogen las sanciones más graves, encontramos penas que duren para siempre.

No creemos por tanto que esta cláusula pueda ser válida, debería ser considerada como nula y tenerse por no puesta. La nulidad de las obligaciones accesorias no afecta a la validez de las principales, tal y como explica el profesor ARNAU MOYA, F. Lo que sucederá en este caso es que la obligación principal se va a quedar sin una cláusula penal que la respalde. Por lo tanto, tan solo mediante el mecanismo de la acción indemnizatoria de daños y perjuicios se podría perseguir el incumplimiento de este pacto.

Así pues, no se le podría privar al administrador Y indefinidamente del derecho de voto. Dicho administrador conservaría este derecho no pudiendo ser sancionado mediante esta cláusula penal, aunque como seguiría estando obligado por un pacto parasocial de no engañar a otro administrador, y este lo hizo, deberá responder de la acción de indemnización de daños y perjuicios que se dirija contra él.

II.2. Responsabilidad penal y civil de todos los administradores.

Antes de entrar a resolver esta pregunta es importante diferenciar a los nueve administradores del consejo de administración e identificar a algunos de ellos por un nombre propio:

- Administrador X: falsifica las cuentas, sustrae fondos y es hermano de los administradores Z y W. Es suegro del administrador Y e hijo del administrador honorario V.

- Administrador Y: descubre los actos del administrador X, ejecuta una posición en corto contra la sociedad y distribuye el informe de la situación real de la misma. Yerno del administrador X.
- Administradores Z y W: hermanos del administrador X e hijos del administrador honorario V, con conocida mala relación entre ellos.
- Administradoras M y N: hijas del administrador Z.
- Administrador O: mejor amigo del administrador X.
- Administrador P: pareja de pádel del administrador Z.
- Administrador Q: amigo del administrador honorario V a punto de jubilarse.
- Administrador honorario V: antiguo administrador de la sociedad, ahora jubilado, y fundador de la misma. Padre de los administradores X, Z y W. Tiene todavía una posición de dirección.

II.2.a) Responsabilidad penal

Administrador X

El administrador realizó diversas conductas que pueden dar lugar a delitos tipificados en el Código Penal⁵, en adelante CP, español:

Por un lado, encontramos la sustracción de fondos de la sociedad que podría encajar en el tipo de un **delito de apropiación indebida** o un **delito de administración desleal**. Primero debemos diferenciar estos dos delitos conceptualmente, ya que existe un debate sobre qué comportamientos dan lugar a cada uno de estos delitos.

El delito de apropiación indebida lo encontramos en el art. 253 del CP en el que se recoge que serán autores aquellos que *se apropiaren para sí o para un tercero, de dinero, efectos, valores o cualquier otra cosa mueble, que hubieran recibido en depósito, comisión, o custodia, o que les hubieran sido confiados en virtud de cualquier otro título que produzca la obligación de entregarlos o devolverlos, o negaren haberlos recibido.*

Siguiendo a PARDO GEJO-RUIZ R. en este tipo lo que existe es una transformación unilateral. El sujeto activo convierte una posesión jurídica legítima inicial de ciertos bienes o derechos, que vendría dada por una relación jurídica habilitadora a ello, en ilegítima. Esta conversión se debe a que estos bienes o derechos se incorporan al patrimonio del sujeto activo, o este hace un uso indebido de ellos.

Por otro lado, el delito de administración desleal lo encontramos en el art. 252 del CP que considerara autores a aquellos que, *teniendo facultades para administrar un patrimonio ajeno, emanadas de la ley, encomendadas por la autoridad o asumidas mediante un negocio jurídico, las infrinjan excediéndose en el ejercicio de las mismas y, de esa manera, causen un perjuicio al patrimonio administrado.* Es decir, siguiendo una vez más a PARDO GEJO-RUIZ R., el sujeto activo recibe dinero, bienes o valores para su administración y, al ejercer actuaciones para las que en ningún momento tiene autorización, perjudica el patrimonio de la sociedad.

Además, la jurisprudencia los ha diferenciado en la STS de 2 de marzo de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:826). Se llegó a la conclusión de que *se excluye del ámbito de la apropiación indebida la administración desleal por distracción de dinero, pero mantiene*

⁵ Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. ECLI: <https://www.boe.es/eli/es/lo/1995/11/23/10/con>

en el ámbito del tipo de apropiación indebida, la apropiación de dinero en los supuestos en que el acusado se apropiare para sí o para otros del dinero que hubiera recibido en depósito, comisión, o custodia, o que le hubiere sido confiado en virtud de cualquier otro título que produzca la obligación de entregarlo o devolverlo, o negare haberlos recibido.

También en la sentencia del caso Banesto (STS de 29 de julio de 2002, ECLI: ES:TS:2002:8984) se dice que la administración desleal se da *si el administrador no sólo incumple los deberes de fidelidad, sino que actúa, prevaleciéndose de las funciones propias de su cargo, con las miras puestas en obtener un beneficio propio o de procurárselo a un tercero, el comportamiento tiene los perfiles netos de una administración desleal.*

En el caso del administrador X, estamos ante un delito de administración desleal. Este administrador sustrajo fondos de la sociedad, que no se le habían aportado como depósito, comisión o custodia ni por ningún otro título, tan solo tenía acceso a ellos como administrador de la sociedad. Además, lo hizo con miras a su propio beneficio, en perjuicio de la sociedad, actuando de una manera egoísta y prevaleciéndose de las funciones propias de su cargo.

Por tanto, se le castigaría con una pena de prisión de uno a seis años, así como una pena de multa de seis a doce meses (art. 250.1. 8º del CP) ya que entendemos que reviste especial gravedad, al analizar tanto la entidad del perjuicio como la situación en la que es dejada la sociedad tras la comisión de dichos actos.

Por otro lado, encontramos el falseamiento de la contabilidad y de las cuentas anuales, lo cual podría constituir un delito del art. 290 del CP, **delito de falsedad en las cuentas anuales o de otros documentos societarios**. En este precepto se recoge que se considerarán autores *los administradores, de hecho, o de derecho, de una sociedad constituida o en formación, que falsearen las cuentas anuales u otros documentos que deban reflejar la situación jurídica o económica de la entidad, de forma idónea para causar un perjuicio económico a la misma, a alguno de sus socios, o a un tercero.*

En este caso no es necesario que entremos en el debate sobre qué documentos societarios son objeto de protección bajo este precepto, ya que el administrador X falsificó las cuentas anuales, las cuales vienen específicamente recogidas en dicho artículo.

Primero, tenemos de definir el concepto de cuentas anuales⁶. Estas son el *instrumento mediante el cual se manifiesta el patrimonio o la situación económica, así como los resultados económicos de "la empresa en funcionamiento" en cada ejercicio de explotación* (FRANCÉS LECUMBERRI, P. 2017).

Su principio rector es la imagen fiel, y para alcanzarlo es necesario que el usuario tenga satisfechas sus necesidades de información. Las cuentas anuales tienen que representar fielmente la situación jurídica y económica de la empresa. Si la sociedad está generando pérdidas, las cuentas anuales han de reflejarlas de tal manera que un posible inversor o tercero pueda comprender el estado de la sociedad con la mayor exactitud.

Si el administrador X, conscientemente, altera la contabilidad de la sociedad y crea departamentos ficticios para esconder las pérdidas sufridas por la sociedad está claro

⁶ Las cuentas anuales se conforman por los siguientes documentos contables: el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, la memoria, el estado de cambios en el patrimonio neto y el estado de flujos de efectivo (en determinados casos).

que está impidiendo que las cuentas anuales estén informando de la situación real de la sociedad.

No podemos, en ningún caso, considerar estas acciones simplemente como contabilidad creativa ya que, de ser el caso, sus actuaciones se encontrarían mayormente dentro de la legalidad. No estaría incumpliendo *per se* la legislación, sino que se estaría aprovechando de lagunas, ambigüedades o de la propia discrecionalidad permitida dentro del Plan General Contable⁷ o PGC.

Podemos decir que el administrador X cometió un delito de falsedad en las cuentas anuales. Además, causó un perjuicio económico claro, por lo que se le aplicaría la agravante del segundo párrafo del art. 290 del CP. El administrador X se enfrentaría a una pena de prisión de dos a tres años y una pena de multa de nueve a doce meses.

Por último, encontramos el falseamiento del folleto informativo de salida a bolsa, lo cual puede constituir un **delito de fraude de inversores** recogido en el art. 282 *bis* del CP. El citado precepto recoge que serán autores los sujetos que

(...) como administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores, falsearan la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros, con el propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero, u obtener financiación por cualquier medio.

Este es esencialmente el comportamiento que tuvo el administrador Y. Falsificó el folleto informativo, así como las cuentas anuales para dar una información sobre la empresa que no representaba la situación real de la misma. El folleto de emisión presentaba unas ganancias inexistentes y escondía las pérdidas importantes que estaba sufriendo la empresa por su mala gestión.

Se le penará según el tipo hiper agravado que encontramos en el segundo párrafo ya que el perjuicio causado es de notoria gravedad, el valor de las acciones al saberse de sus actuaciones se rebajó a una décima parte de su valor inicial. El resultado será una pena de prisión de uno a seis años de prisión y multa de seis a doce meses.

Queda finalmente analizar si existiría un concurso de delitos, para ello seguiremos a QUINTERO OLIVARES, G. y MORALES PRAT, F. Podemos decir que se trata de un concurso real de delitos ya que existen una pluralidad de acciones (falsificación de las cuentas, falsificación del folleto informativo, detracción de fondos sociales) y una pluralidad de preceptos penales violados, como acabamos de ver.

Esto provoca que haya una limitación en el tiempo, y es que, como se condenaría al administrador X de dos delitos o más con penas inferiores a los 20 años, la suma total de las penas no podrá ser superior a los 25 años según el art. 76.1 del CP.

Estamos además ante en el subtipo de concurso real heterogéneo, ya que los delitos cometidos son diferentes. También se trata de un delito continuado en el tiempo,

⁷ Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/11/16/1514/con>

excepto para el caso del folleto informativo de salida a bolsa. Por último, nos encontramos ante un caso de delito en masa, que es aquel que *se comete a la vez contra una amplia cantidad de personas*.

Administrador Y

La responsabilidad penal del administrador Y respecto del uso de información privilegiada lo estudiaremos en la pregunta tercera. En esta nos ocuparemos de analizar si cometió un delito al no informar de las actividades del administrador X cuando tuvo conocimiento de las mismas. También, si el administrador Y tenía una posición de garante y, por tanto, responsabilidad penal sobre los delitos cometidos por el administrador X.

En el art. 405 del CP encontramos la **omisión de los deberes de impedir delitos o de promover su persecución**. En dicho precepto se recoge que el autor será *el que, pudiendo hacerlo con su intervención inmediata y sin riesgo propio o ajeno, no impidiere la comisión de un delito que afecte a las personas en su vida, integridad o salud, libertad o libertad sexual*.

Además, en su segundo apartado añade que *en las mismas penas incurrirá quien, pudiendo hacerlo, no acuda a la autoridad o a sus agentes para que impidan un delito de los previstos en el apartado anterior y de cuya próxima o actual comisión tenga noticia*.

En este supuesto se pena la omisión del deber de persecución de delitos cuando atenten contra la vida, la integridad, la salud, la libertad o la libertad sexual. Sin embargo, los delitos cometidos por el administrador X en no atentan contra ninguno de estos bienes protegidos. Estos afectan a bienes pertenecientes al ámbito socioeconómico como la integridad del mercado, la fe pública o la seguridad del tráfico jurídico.

Por ello el administrador Y no estaría cometiendo un delito de omisión del deber de promover la persecución de delitos ya que no encaja en el tipo del art. 450 del CP. Sin embargo, y como introdujimos al comienzo, esto no significa que no incurra en ninguna consecuencia, ya que podría ser responsable penalmente de los actos cometidos por el administrador X.

Como preámbulo es importante destacar que, como en todos los delitos de resultado, *no solo el comportamiento activo resulta sancionable desde un punto de vista penal; también la omisión*. Tal y como se estipula en el art. 11 del CP, en determinadas situaciones una omisión puede equipararse a una acción. Para que se aplique este artículo tiene que existir una posición de garante. Sentencias como la STS de 11 de marzo de 2010 (ECLI:ES:TS:2010:1303) y la STS de 24 de febrero de 2011 (ECLI:ES:TS:2011:1089) explican en qué situaciones los administradores tienen o no esta posición.

La primera sentencia explica que *los miembros del Consejo de Administración no tienen obligación de vigilar la actividad de los demás en la ejecución de actividades propias del giro de la sociedad hasta el extremo de comprobar que no aprovechan su cargo para la comisión de delitos*. Aunque en la misma encontramos un voto particular del Excmo. Sr. D. Enrique Bacigalupo que considera que *el administrador tiene un deber de vigilancia de la legalidad de la actuación de la sociedad y de sus miembros y que este deber sí engloba la evitación de los actos contrarios a la ley de los demás*.

Por otro lado, en la segunda sentencia, el TS basándose en el art. 237 de la LSC, manifiesta que *el directivo que dispone de datos suficientes para saber que la conducta de sus subordinados, ejecutada en el ámbito de sus funciones y en el marco de su poder de dirección, crea un riesgo jurídicamente desaprobado, es responsable por omisión si no ejerce las facultades de control que le corresponden sobre el subordinado y su actividad, o no actúa para impedirla.*

Esto quiere decir que la jurisprudencia del TS acuerda que no existe una obligación como tal de control de un administrador o directivo en todas las actividades de subordinados que entren en el día a día de la empresa, ya que en general no crean riesgos para intereses ajenos. Sí existe esta obligación de control para las actividades que sean más peligrosas, es decir, las que tengan consecuencias penales, si tienen conocimiento de lo ocurrido.

Además, en los supuestos en los que la sociedad está administrada por un órgano colegiado, como es en este caso el Consejo de Administración, la responsabilidad penal es de naturaleza personal, como bien indica MACHADO PLAZAS, J. Esto significa que no puede aplicarse una responsabilidad solidaria y conjunta de todos y cada uno de los miembros del órgano de administración, sino que es necesario ir analizando sujeto a sujeto.

El administrador Y sí será responsable de los actos cometidos por el administrador X, ya que conocía los mismos, requisito para que el primero tuviese una posición de garante, y entonces se le aplicaría la comisión por omisión recogida en el art. 11 del CP.

En este caso se aplicarán las mismas normas que para el administrador X en cuanto a la existencia de un concurso real de delitos, pero queda por estudiar lo respectivo al posible delito de información privilegiada, que lo analizaremos en la pregunta tercera.

Administradores W, Z, M, N, O, P, y Q

En el caso de estos administradores, ninguno de ellos conocía las actividades que estaba llevando a cabo el administrador X, por lo que no las evitaron, ni tampoco, por supuesto, las pusieron en conocimiento de las autoridades. Sin embargo, se plantea la posibilidad de que, aunque no tuvieran conocimiento de ellas, tal vez deberían, en su posición de administradores de la sociedad.

Tal y como explicamos anteriormente, y de acuerdo con la jurisprudencia del TS, los miembros del Consejo de Administración no tienen la obligación de vigilar a otros administradores, ni de asegurarse personalmente de que aquellos no estén cometiendo ningún delito.

Sin embargo, en caso de que los directivos incumplan sus deberes de control sobre sus subordinados, se entiende que sí serían responsables de los actos de los mismos. Como administradores tienen todas las mismas funciones y no son subordinados unos de los otros, no es de aplicación en este caso. De hecho, en el caso concreto de los administradores M, N, O, P y Q, están fuera del puente de mando fáctico de la sociedad.

Por ello solo podrán responder por omisión según el art. 11 del CP si se consigue probar que tenían conocimiento, o que era muy evidente para que no lo tuvieran, del comportamiento del administrador X.

En los antecedentes de hecho se dice que el resto de los administradores confiaban en el administrador X, ya este resolvía muchas veces los conflictos entre sus hermanos, y le consideraban un líder. Por tanto, estos defenderán que actuaron bajo el pretexto de una confianza legítima en el administrador X. Encontramos numerosísimos casos en los que este argumento ha convencido a los tribunales, tal vez el más famoso sería el de la Infanta Cristina en el caso Noos.

En la SAP IB de 17 de febrero de 2017 (ECLI: ES:APIB:2017:40) y más tarde en la STS de 8 de junio de 2018 (ECLI: ES:TS:2018:2056) el tribunal desvincula a la susodicha con el argumento de que *desconocía la existencia de los ilícitos penales -delito fiscal y malversación- y [que] no participó en su ejecución*. Este mismo argumento es el que defenderán los administradores W, Z, M, N, O, P y Q.

Por una parte, es evidente que estos administradores, debido al carácter familiar de la empresa, conocían muy bien al administrador X, y, de hecho, W y Z eran sus hermanos. La compra de un deportivo rojo y el ritmo de vida que llevaba este administrador debería haber levantado alguna sospecha sobre la procedencia del dinero para permitirse esos lujos.

Sin embargo, tal vez es un argumento muy pobre para defenderlo ante un tribunal, y el juez posiblemente desestime las responsabilidades penales dirigidas contra estos administradores. Esto no significa que no sufran ninguna consecuencia, ya que todavía subsiste la acción de responsabilidad social, que estudiaremos en los siguientes apartados.

Administrador honorario V

Aunque el administrador V se haya jubilado sigue teniendo un puesto honorario en la sociedad, y desde luego ejerce un cierto poder dentro de la sociedad, por lo que en primer lugar vamos a analizar el concepto administrador de hecho y de derecho y ver si este podría ser un administrador de hecho.

Siguiendo a FERNÁNDEZ BAUTISTA, S. los administradores de derecho son aquellos *designados conforme a las normas legales y estatutarias por el órgano social competente, [que] han aceptado dicha designación y la misma ha sido debidamente inscrita en los oportunos registros públicos*.

Sin embargo, a la hora de definir a los administradores de hecho encontraremos dos teorías. Por un lado, la jurisprudencia y una parte de la doctrina considera administradores de hecho a los que *ofrezcan alguna irregularidad en su situación jurídica, como podrían ser los administradores con nombramiento defectuoso, no aceptado, no inscrito o caducado* (GARCÍA DE ENTERRÍA, E. 1996).

Por otro lado, la mayoría de la doctrina apuesta por que *el concepto jurídico-penal de administrador de hecho poseerá una dimensión puramente fáctica, en el sentido de que será de aplicación a todos aquellos sujetos que de hecho ejerzan las funciones propias del cargo de administrador, en cuanto que órgano de gestión y representación de la sociedad* (MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. 2002).

La primera concepción es más restringida que la segunda, sin embargo, creemos que es más acertada la segunda. Si no, muchos sujetos que tienen una posición de control en las sociedades no serían responsables de las consecuencias derivadas de su posición.

En los antecedentes de hecho se nos explica que el administrador V sigue teniendo un puesto honorario y que, pese a que se quiera retirar, no puede, ya que tiene que solucionar problemas entre sus hijos. Además, al no creer que estos estén preparados para dirigir la sociedad, tiene que seguir ejerciendo sus funciones de administrador. Teniendo todo esto en cuenta consideraremos al administrador V como un administrador de hecho.

Ahora, tendremos que ver si el administrador V será o no responsable por los delitos cometidos por el administrador X. Aplicaremos la misma lógica que en el apartado anterior, siguiendo la jurisprudencia del TS.

Por un lado, si no se conocen las actuaciones no estaría en una posición de garante. Por otro, no estaría siendo negligente al no conocerlo ya que el TS entiende que los administradores no tienen la obligación de vigilar y controlar que sus compañeros administradores no cometan ningún delito.

En el caso del administrador V, además, se dice en los antecedentes de hecho que este no pertenece al consejo de administración y por tanto no tiene derecho a voto en el mismo. Esto significa que no solo no se puede demostrar que haya tenido ninguna vinculación a los delitos cometidos, sino que ni siquiera podría ser de ayuda a la hora de llevarlos a cabo mediante una votación en el consejo de administración.

Su cargo es un cargo honorario que representa el respeto que se le tiene por ser el fundador de la empresa, y sin duda tendrá peso su opinión en las diversas situaciones que puedan darse dentro de la sociedad. Pero parece claro que no va a ser fácil probar que V pueda soportar responsabilidad penal alguna de los delitos cometidos.

Podemos concluir entonces que no responderá en calidad de comisión por omisión de los delitos de administración desleal, fraude de inversores y falsificación de las cuentas anuales.

Sociedad ABCD

Antes de finalizar con la responsabilidad penal, es importante que dediquemos una pequeña reflexión acerca de los programas de *compliance*, en qué consisten y para qué sirven, así como la posible responsabilidad penal de la Sociedad ABCD como PJ.

Se recoge en el art. 31 *bis* del CP dos supuestos en los que las PJ serán encontradas como responsables penalmente. En concreto en el apartado primero se explica que las sociedades serán responsables de *los delitos cometidos en nombre o por cuenta de las mismas, y en su beneficio directo o indirecto, por sus representantes legales o por aquellos que actuando individualmente o como integrantes de un órgano de la persona jurídica, están autorizados para tomar decisiones en nombre de la persona jurídica u ostentan facultades de organización y control dentro de la misma.*

Sin embargo, en el segundo apartado el CP exime de responsabilidad a aquellas PJ que adopten y ejecuten, antes de la comisión del delito, de un programa de *compliance*. Se debe supervisar su funcionamiento y cumplimiento mediante un órgano de control designado específicamente para ello.

Sin embargo, como explica FERRÉ OLIVÉ, J.C. *no debe pensarse que el simple hecho de adoptar un programa de cumplimiento puede garantizar automáticamente la*

impunidad en sede penal. Como ha apuntado también QUINTERO OLIVARES, *este tipo de precauciones no puede funcionar como una vacuna jurídica preventiva*. Es, por lo tanto, imprescindible para poder apreciar la eximente penal, pero deberá sumarse a otros requisitos exigidos en el marco penal.

Pero ¿En qué consiste el *compliance*? El término proviene del verbo inglés “to comply with”, es decir, cumplir con algo. Según FERRÉ OLIVÉ, J.C. consiste en *una serie de mecanismos de prevención de riesgos que necesitan todas las empresas para poder operar en los mercados nacionales e internacionales, cumpliendo las exigencias de las administraciones públicas, de bancos, de inversores, etc.*

Según este autor el *compliance* se basa en la voluntad por parte de las PJ de neutralizar de forma programada los riesgos generados en su actividad empresarial. Por un lado, encontramos el riesgo de esta actividad, pero por otro lado encontramos su contrapartida ya en el derecho romano: la actuación de debida diligencia por parte del empresario.

Sin embargo, es importante destacar que cuando hablamos de *compliance* no hablamos exactamente de derecho penal, sino en *un mecanismo de gerenciamiento de riesgos basado en reglas técnicas de gestión corporativa, interesándose el Derecho penal por alguno de esos sectores en la medida en que exista afección a bienes jurídicos*.

En lo que respecta a nuestra sociedad, no podemos saber si tienen implementado un programa de *compliance*, aunque podemos afirmar que, de tenerlo, no ha sido muy efectivo. Por ello, al no tener los suficientes datos, no podemos analizar la posible responsabilidad penal de la sociedad ABCD.

Por último, es importante recalcar que no todos los delitos pueden ser cometidos por una PJ, sino que tan solo los que así se especifique en el CP. En el supuesto que estamos estudiando la sociedad ABCD, en su naturaleza de PJ, podría haber cometido un delito de fraude de inversores, pero no así con el resto de delitos.

II.2.b) Responsabilidad civil

Neminem laedere es un principio proveniente del derecho romano que proclama que nadie tiene derecho a hacerle daño a otro, y de hacerlo, este daño ha de ser resarcido. Primero vamos a estudiar la responsabilidad *ex delicto*, es decir, la responsabilidad civil que surge de la comisión de los delitos. Después estudiaremos la acción social de responsabilidad y la acción individual de responsabilidad.

Responsabilidad civil ex delicto

En el CP encontramos recogido en el art. 109.1 el derecho a solicitar una acción de responsabilidad civil: *la ejecución de un hecho descrito por la ley como delito obliga a reparar, en los términos previstos en las leyes, los daños y perjuicios por él causados*. Esta acción puede pedirse en la jurisdicción civil pero también se puede optar por pedirla en la jurisdicción penal, adjunta a la acción penal (art. 100 de la Ley de Enjuiciamiento Criminal⁸, en adelante LECrim).

⁸ Real Decreto de 14 de septiembre de 1882 *por el que se aprueba la Ley de Enjuiciamiento Criminal*. ELI: [https://www.boe.es/eli/es/rd/1882/09/14/\(1\)/con](https://www.boe.es/eli/es/rd/1882/09/14/(1)/con)

La responsabilidad civil supone un resarcimiento económico por un perjuicio causado. La reparación de este debe ser total, se tiene que restablecer la situación anterior para así conseguir un equilibrio y que el perjudicado en cuestión resulte indemne. Se trata, en definitiva, de una forma de proteger más a las víctimas, como un modo de satisfacción a los ofendidos por un delito.

Según el art. 110 del CP la responsabilidad civil comprende: la restitución, la reparación del daño y la indemnización de perjuicios materiales y morales:

- En cuanto a la restitución, el art. 111 del CP expone que, dentro de lo posible, se deberá restituir el mismo bien. A esto se le añadirá lo que el juez o tribunal considere oportuno en referencia a los perjuicios o menoscabos causados.
- En cuanto a la reparación del daño, el art. 112 del CP explica que esta puede consistir en obligaciones tanto de dar, de hacer o de no hacer.
- En cuanto a la indemnización, el art. 113 del CP especifica que no solo será la propia víctima la posible receptora de la indemnización, sino que también sus familiares o incluso terceros.

En este caso la responsabilidad civil vendrá dada por la comisión de los tres delitos analizados antes: fraude de inversores, falseamiento de las cuentas anuales y administración desleal. Pero, además, podría serlo también por el delito de uso de información privilegiada, que su existencia se responderá en la siguiente pregunta.

En lo referido al delito de administración desleal, el perjudicado sería la sociedad ABCD. En el caso del delito de falseamiento de las cuentas anuales los perjudicados serían tanto los inversores como la sociedad ABCD. En el delito de fraude de inversores los perjudicados serían tan solo los inversores. Finalmente, en el supuesto del posible delito de información privilegiada los perjudicados, en caso de que los hubiera, serían los inversores también.

Ahora lo que debemos ver es quiénes serán los responsables civiles, tanto directos como subsidiarios. Pero antes, un apunte conceptual, la responsabilidad civil subsidiaria consiste en la obligación de indemnizar a un perjudicado que ha sufrido o sido víctima de un ilícito penal. En primer lugar, se reclama al autor⁹ del delito, en su defecto a las personas que hayan actuado en calidad de cómplices¹⁰ y, de últimos, todas aquellas personas que se mencionan como responsables en la legislación.

El art. 116 y ss. del CP recogen, en primer lugar, que, para que las personas autoras de un delito tengan responsabilidad civil devenida del mismo, este tiene que haber producido daños o perjuicios. Encontramos aquí un requisito indispensable para que nazca la responsabilidad civil.

Los autores y los cómplices *serán responsables solidariamente entre sí por sus cuotas, y subsidiariamente por las correspondientes a los demás responsables*. Primero se intentará resarcir la responsabilidad civil por medio de los bienes de los autores y después, de los cómplices. En el caso de las personas jurídicas su responsabilidad penal *llevará consigo su responsabilidad civil en los términos establecidos en el artículo 110*

⁹ Aquellos que realicen el acto que constituye el delito por sí solos, conjuntamente o por medio de otro del que se sirven como instrumento. También se considerarán autores los que induce a otro a ejecutarlo, así como aquellos que cooperan en la ejecución de tal manera que sin su ayuda el hecho no se hubiera realizado

¹⁰ Aquellos que cooperan en la ejecución del delito con actos tanto anteriores como simultáneos.

de este Código de forma solidaria con las personas físicas que fueren condenadas por los mismos hechos.

Según el art. 117 también serán responsables civiles los aseguradores que *hubieren asumido el riesgo de las responsabilidades pecuniarias derivadas del uso o explotación de cualquier bien, empresa, industria o actividad, cuando, como consecuencia de un hecho previsto en este Código, se produzca el evento que determine el riesgo asegurado.* Estos responderán con el límite de la cuantía total de la indemnización pactada, con derecho de repetición contra quien corresponda.

Por último, el art. 120 recoge otros sujetos que también serán responsables civilmente, entre los que destacamos el apartado cuarto: *las personas naturales o jurídicas dedicadas a cualquier género de industria o comercio, por los delitos que hayan cometido sus empleados o dependientes, representantes o gestores en el desempeño de sus obligaciones o servicios.*

Pero, además, la ley 22/2015 de Auditoría de Cuentas¹¹, a partir de ahora LAC, en su artículo 26, amplía la responsabilidad civil también a los auditores de cuentas y a las sociedades auditoras cuando incumplan sus obligaciones. Además, *la responsabilidad civil de los auditores de cuentas y las sociedades de auditoría será exigible de forma proporcional y directa a los daños y perjuicios económicos que pudieran causar por su actuación profesional tanto a la entidad auditada como a un tercero.*

También la Ley de Sociedades Profesionales¹², a partir de ahora LSP, en su art. 11 dispone que *de las deudas sociales que se deriven de los actos profesionales propiamente dichos responderán solidariamente la sociedad y los profesionales, socios o no, que hayan actuado, siéndoles de aplicación las reglas generales sobre la responsabilidad contractual o extracontractual que correspondan.*

Es importante recordar que los auditores, en caso de creerse que no han cumplido con los estándares profesionales exigidos y por tanto cometer alguna de las infracciones tipificadas en la LAC, podrían sufrir la apertura de un expediente administrativo. El art. 70.1 de la LAC nombra como responsables administrativamente, en primer lugar, a *los auditores de cuentas y las sociedades de auditoría y demás entidades de auditoría.* Podemos encontrar ejemplos de expedientes sancionadores contra grandes sociedades auditoras como el expediente sancionador a PwC (STS de 6 de noviembre de 2013; ECLI: ES:TS:2013:5748) o a EY (STS de 27 de octubre de 2004; ECLI: ES:TS:2004:6873).

Pero el art. 70.2 de la LAC descarta la responsabilidad administrativa en los casos que *el incumplimiento de las normas de auditoría que derive de una discrepancia jurídica o técnica razonablemente justificada en su interpretación o aplicación.* Pero para ello es necesario que *éstos deberán documentar la razonabilidad de la interpretación realizada.*

Este es uno de los puntos más polémicos de la ley, aunque como expresa PALOMAR OLMEDA, A. *no es ajeno a lo que ocurre en otros ámbitos sancionadores como el fiscal en el que una interpretación razonable de la norma permite eludir el régimen sancionador por ausencia de culpa.* Entonces los responsables y los responsables subsidiarios serían:

¹¹ Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/l/2015/07/20/22/con>

¹² Ley 2/2007, de 15 de marzo, de sociedades profesionales. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/l/2007/03/15/2/con>

En el caso del **delito de fraude de inversores** los responsables serían en primer lugar los autores de este, es decir, los administradores X e Y. Al ser responsables en una relación de solidaridad entre ellos, los inversores podrían acudir y reclamar a cualquiera de ellos, a todos o tan solo a algunos la totalidad de la indemnización, sin perjuicio de la posible acción de regreso.

En segundo lugar, también sería responsable la Sociedad ABCD siguiendo el criterio del art. 120.4 del CP. Además, encontramos jurisprudencia que nos confirma esta visión, como la STS de 28 de mayo de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:2689) o la SAN de 23 de diciembre de 2014 (ECLI:ES:AN:2014:4884).

En concreto destacamos la STS de 17 de octubre de 2002 (ECLI:ES:TS:2002:6821) que razona:

Cuando existe una dependencia laboral entre una empresa y un obrero o empleado, si este último comete un delito en el ejercicio de las funciones de ese cargo que desempeña, aunque haya alguna extralimitación respecto de tales funciones (extralimitaciones siempre hay cuando se cometen infracciones penales), impone la mencionada responsabilidad civil subsidiaria.

Su fundamento, aparte de que en algunos casos pudiera encontrarse en la "culpa in eligendo" o "in vigilando", según la doctrina de esta sala más actual se halla en el principio de que quien se beneficia de la actividad de una persona ha de soportar los perjuicios que de esa actividad pudieran derivarse ("cuius commoda eius incommoda").

Además, el art. 38 de la LMV recoge que podrán ser responsables *aquellas otras personas que acepten asumir responsabilidad por el folleto, siempre que así conste en dicho documento y aquellas otras no incluidas entre las anteriores que hayan autorizado el contenido del folleto.*

Por último, también sería considerada como responsable civil la sociedad auditora, al amparo de lo visto en el art. 11 de la LSP (AJCI del 11 de mayo de 2017, ECLI:ES:AN:2017:329A).

En cuanto al **delito de falseamiento de las cuentas anuales**, los responsables serían en primer lugar los autores, los administradores X e Y. En segundo lugar, como responsable subsidiario encontraríamos a la sociedad auditora (art. 26 de la LAC y STS de 14 de octubre de 2008, ECLI: ES:TS:2008:5492).

La jurisprudencia explica, por ejemplo, en la SAP M de 30 de septiembre de 2015 (ECLI:ES:APM:2015:13938) la razón por la que las sociedades auditoras pueden ser llamadas como responsables civiles, y es que *la infracción [...] de la lex artis profesional en la realización de las auditorías anuales objeto del proceso, y siendo indudable que con ello no se ofreció una información sobre la imagen fiel del patrimonio y situación financiera de la actora, muy alejada de la que ofrecía la auditoría, resulta evidente que no hay grave problema en imputar de ello un daño.*

Incluso la propia sociedad podría aparecer como responsable civil frente la acción de los inversores, pese a que esta está siendo perjudicada por el delito. Y esto es porque, según la jurisprudencia, se podría aplicar la teoría de la apariencia, como bien explica la STS de 1 de abril de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:2023).

Dentro de la cierta dificultad que encierra delimitar cuándo el empleado o subordinado actúa con ocasión de sus funciones, sirve de criterio orientativo lo que se ha llamado teoría de la apariencia: el principal ha de responder si el conjunto de funciones

encomendadas confieren al autor la apariencia externa de legitimidad en lo que hace con terceros, aunque en relación a la actividad concreta delictiva todo el beneficio patrimonial buscado redundase en el responsable penal y no en el principal.

En el **delito de administración desleal** los responsables serán los autores, una vez más, X e Y. Un gran ejemplo lo encontramos en el caso Banesto (STS de 29 de julio de 2002, ECLI: ES:TS:2002:8984), aunque en este caso se entendió que se había cometido, por parte de Mario Conde, un delito de apropiación indebida y no de administración desleal.

También podrá ser encontrada como responsable civil la sociedad auditora, como muy bien explica la STS de 1 de julio de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:3140).

Se trata de una responsabilidad fundada en el daño y en la culpa, se pretende la indemnización del daño o perjuicio causados a la sociedad como consecuencia de un cumplimiento doloso o negligente de las obligaciones del auditor. Estas obligaciones son las legales, que forman parte de la prestación contractual asumida por el auditor, y otras asumidas contractualmente siempre que no sean incompatibles.

Por último, ante el posible **delito de uso de información privilegiada** los posibles responsables serían en primer lugar los autores, es decir, el administrador Y así como los amigos de este que hicieron uso del informe que éste les envió. Como responsable subsidiario encontraríamos una vez más a la sociedad ABCD en los términos del art. 120.4 del CP (SAP L de 4 de marzo de 2020, ECLI:ES:APLE:2020:9).

Además, la STS de 12 de febrero de 2020 (ECLI:ES:TS:2020:332) hace un apunte muy apropiado en relación con exigir la responsabilidad civil como responsables subsidiarios a las entidades en las que uno de sus trabajadores comete un delito en el que las víctimas son usuarios, consumidores o inversores:

No nos movemos aquí en el marco específico del derecho penal, sino precisamente en el del derecho civil resarcitorio de los perjuicios derivados de la infracción penal cometida. Se ejercita así una acción distinta, aunque acumulada al proceso penal por razones de utilidad y economía procesales, con la finalidad de satisfacer los legítimos derechos (civiles) de las víctimas; de modo que las acciones civiles no pierden su naturaleza propia por el hecho de ejercitarse ante la jurisdicción penal.

Y ello hasta el punto de llegar a una cuasi-objetivación basada en la teoría del riesgo, o bien del aprovechamiento de la actividad que lo genera (*cuius commoda eius incommoda*).

Y también nos hemos referido en otras ocasiones a que la evolución progresiva que ensancha este tipo de responsabilidad civil mediante la aplicación de la teoría del riesgo, aunque no permita hablar en sentido estricto de que en esta esfera impera un criterio de absoluta responsabilidad objetiva, sí puede decirse que prima o prevalece un criterio de "ponderado objetivismo".

La CNMV no se entiende como responsable civil, aunque a cierta parte de la doctrina y del público en general le sorprenda, ya que, siguiendo la jurisprudencia del caso Bankia (AJCI del 11 de mayo de 2017, ECLI:ES:AN:2017:329A), al no ser responsable penalmente, no hay ninguna norma que pueda vincularles para que sean responsables civiles, ya que no son la empresa donde trabaja el autor del delito ni al parecer incumplieron ninguna obligación en sus actuaciones. Al depositar su confianza en la sociedad auditora se deshacen de toda responsabilidad que pueda alcanzarles.

En la acción de responsabilidad *ex delicto* la prescripción es independiente, según la jurisprudencia del TS, de la prescripción de los delitos cometidos (STS de 30 de abril de 2007; ECLI:ES:TS:2007:2524). Será por tanto de cinco años, como recoge el art. 1964.2 del CC. Esto no será de aplicación para la responsabilidad civil por el folleto informativo ya el art. 38 LMV recoge que su prescripción será a los tres años.

Acción social de responsabilidad y acción individual de responsabilidad

Los administradores, como se recoge tanto en la ley como en los principios generales del derecho, tienen que cumplir con los estándares de diligencia, comúnmente contemplado como la diligencia de un ordenado empresario. También tienen el deber de informarse diligentemente sobre la situación y marcha de la sociedad.

En la LSC encontramos una aproximación de qué significa esto. En los art. 225 a 232 de la LSC se recogen los deberes de los administradores, como el deber de lealtad, las prohibiciones de utilizar el nombre de la sociedad o invocar la condición de administrador de la misma para la realización de operaciones por cuenta propia o de personas vinculadas a los administradores, la de realizar inversiones u operaciones ligadas a los bienes de la sociedad de las que haya tenido conocimiento con ocasión del cargo, los deberes referidos a las situaciones en que se incurra en conflicto de interés y el deber de guardar secreto aún después de cesar como administradores.

El incumplimiento de cualquiera de estos deberes da derecho a una acción de responsabilidad civil. Explica la autora CAMPUZANO LAGUILLO, A.B., a la cual seguiremos para el completo análisis de esta pregunta, que *los administradores que realicen un acto en contra de la ley o los estatutos, o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo serán responsables frente a la sociedad, los accionistas y los acreedores sociales del daño causado a la sociedad*. Esto incluye también a los administradores de hecho.

Se presume en los casos en los que existen diversos administradores la responsabilidad solidaria, es decir, *serán responsables todos los miembros del órgano de administración que realizó el acto lesivo*. Podrán exonerarse de dicha responsabilidad si prueban que no intervinieron en la adopción del acto lesivo ni en su ejecución y que no conocían la existencia del mismo. De conocerla deberán probar que hicieron todo lo posible para evitar los daños o, al menos, que se opusieron en todo momento. El hecho de que el acto lesivo hubiese sido aprobado en junta general no exonera de responsabilidad alguna.

Según quién sufra el daño se tratará de una acción u otra (STS de 4 de noviembre de 1991; ECLI:ES:TS:1991:5930). La acción social de responsabilidad la pedirá la sociedad por los daños que los administradores hubiesen causado a la misma. La acción individual de responsabilidad, sin embargo, se pedirá por los socios o por un tercero por los daños que los administradores les hubiesen causado y que hubiesen perjudicado directamente a su patrimonio.

Si hablamos en concreto de la acción social de responsabilidad, art. 238 a 240 de la LSC, según la STS de 23 de enero de 2009 (ECLI: ES:TS:2009:69) *esta se formula en beneficio de la sociedad y tiene por objeto restablecer el patrimonio de la sociedad, fundándose en la ejecución por el administrador o administradores de una conducta, positiva u omisiva, en el ejercicio de su cargo que comporte una lesión para el patrimonio social y tenga carácter antijurídico, por ser contraria a la ley o a los estatutos o consistir en el incumplimiento de los deberes impuestos legalmente a los administradores*.

Al ejercitar la acción social de responsabilidad, sea quien sea el que la ejercite, la indemnización se integrará en el patrimonio de la sociedad. Puede suceder que los acreedores de la sociedad hagan valer la acción social, aunque tan solo podrán hacerlo cuando no haya sido ejercida primero por la sociedad o los socios y cuando el patrimonio social resulte insuficiente para que los acreedores puedan cobrar sus créditos.

Por otro lado, la acción individual de responsabilidad de los administradores *supone una especial aplicación de responsabilidad extracontractual integrada en un marco societario, que cuenta con una regulación propia, art. 241 de la LSC, que la especializa respecto de la genérica prevista en el artículo 1902 del Código Civil* (STS de 6 de abril de 2006; ECLI: ES:TS:2006:2283). Se trata de una responsabilidad *por ilícito orgánico, entendida como la contraída en el desempeño de sus funciones del cargo* (STS de 22 de diciembre de 2014; ECLI: ES:TS:2014:5721).

Para ejercer cualquiera de estas acciones se piden los mismos requisitos que para la acción de responsabilidad civil y que CAMPUZANO LAGUILLO, A.B. expone muy didácticamente:

En primer lugar, que *los administradores de la sociedad hayan actuado contra la ley o los estatutos sociales o hayan actuado sin la diligencia con la que deben desempeñar el cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa*. Para facilitar el cargo de la prueba el art. 236 de la LSC establece que se presume la culpabilidad, salvo prueba en contrario, cuando el acto en cuestión sea contrario a la ley o los estatutos. Estos actos son idénticos a los que dan lugar a la acción individual de responsabilidad.

Es necesario que el administrador haya infringido efectivamente los deberes en el desempeño de su cargo, a saber, diligencia, lealtad y secreto. Sin embargo, no es posible imputar al administrador los posibles daños o consecuencias de las diversas decisiones económicas o empresariales, ni los posibles incumplimientos contractuales por parte de la sociedad.

En segundo lugar, también será necesario que el acto en cuestión haya causado una lesión al demandante. *Un daño directo a la sociedad, aunque derive un daño indirecto para los socios o para los acreedores (presupuesto de la acción social de responsabilidad) y no un daño directamente lesivo para los intereses de socios o acreedores (presupuesto de la acción individual de responsabilidad)*.

En tercer y último lugar tiene que existir una relación de causalidad, es decir, un nexo causal, entre el acto u omisión realizado por los administradores y el daño causado. Lo que se debe analizar, mediante la *conditio sine qua non*, es si la conducta es adecuada para que se produzca el daño. Una vez probada esta se identificará la causalidad jurídica para ver si puede haber imputación objetiva del resultado a un autor.

Si se cumplen estos tres requisitos se presume la responsabilidad solidaria de los miembros del órgano de administración. Así, el demandante no deberá probar quién en concreto ha sido el administrador culpable o autor de los daños. La prescripción de estas acciones transcurre a los cuatro años desde la primera posibilidad de ejercitarlas.

La decisión de ejercitar la acción social de responsabilidad corresponde a la junta general aprobada con mayoría ordinaria. Si se renuncia al derecho de ejercer la acción se podrán oponer los socios que representen un 5% del capital social (art. 238.2 LSC).

Además, el acuerdo de promover la acción social de responsabilidad provocará la destitución de los administradores afectados (art. 238.3 LSC). Según la STS de 27 de

marzo de 2009 (ECLI: ES:TS:2009:1277) que recoge la jurisprudencia creada por la STS de 30 de diciembre de 1997 (ECLI: ES:TS:1997:8043) *la destitución del administrador contra el que se acuerda el ejercicio de la acción social de responsabilidad tiene carácter automático y es simplemente la traducción en términos jurídicos de la ruptura de la relación de confianza depositada por los socios en el administrador, sin que más allá de tal consecuencia haya de verse en ello una sanción.*

II.3. ¿Constituirían delito de abuso de información privilegiada los actos llevados a cabo por Y?

La Real Academia Española en su Diccionario del Español Jurídico define como información privilegiada *en el ámbito de los mercados de valores, información a la que se ha tenido acceso reservadamente con ocasión del desempeño de un cargo o del ejercicio de una actividad empresarial o profesional y que, por relevancia para la cotización de los valores, es susceptible de ser utilizada en provecho propio o ajeno.*

Al entrar a analizar la legislación disponible en cuanto a información privilegiada se debe hacer una puntualización, y es que nos encontramos con la reciente Directiva (UE) 2017/1372¹³ la cual provoca la reforma del Código Penal en sus artículos 284, 285 y 288 e incorpora los artículos 285 *bis*, 285 *ter* y 285 *quarter*.

Dentro de la legislación española no podemos encontrar, más allá del artículo 442 del CP, una definición exhaustiva de información privilegiada. Además, este artículo trata una circunstancia concreta, la comisión del delito por parte de un funcionario público. Y no se puede entonces aplicar al caso, ya que el administrador Y no lo es.

Antes de la reforma el art. 285 CP no hacía referencia a información privilegiada sino a información relevante. Era necesario realizar una valoración según la cual la información relevante era información privilegiada. Con la reforma ya no es necesario, ya que dicho artículo introduce desde el primer momento el concepto como información privilegiada.

Los requisitos por tanto tras esta reforma para que la información se considere privilegiada los encontramos tras la lectura de dicho precepto, el artículo 285 CP:

- En primer lugar, no puede ser accesible al público, ha de tener un **acceso reservado**.
- En segundo lugar, se establece que el acceso reservado a la información privilegiada, es decir, el modo o la forma de obtenerla ha de tener alguno de los siguientes caminos, lo cual también fue ampliado tras la reforma (STS de 23 de julio de 2015; ECLI:ES:TS:2015:3465):
 - A partir de la membresía en los *órganos de administración, gestión o supervisión del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión.*
 - *Participando en el capital del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión.*
 - *El que la conozca con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o en el desempeño de sus funciones.*
 - *A través de una actividad delictiva.*

¹³ Directiva (UE) 2017/1371 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de julio de 2017, sobre la lucha contra el fraude que afecta a los intereses financieros de la Unión a través del Derecho Penal.

Según el art. 442 del CP y el artículo 7 del reglamento 596/2014¹⁴ los requisitos para que cualquier información sea considerada como información privilegiada son dos: carácter concreto de la información y que no se haya hecho pública (SAP M de 17 de julio de 2009; ECLI:ES:APM:2009:8806 y STS de 21 de diciembre de 2010; ECLI:ES:TS:2010:6665).

En la misma sintonía encontramos la a la mayor parte de la jurisprudencia, la cual, en sentencias como la SAN de 13 de noviembre de 2019 (ECLI:ES:AN:2019:4525), requiere que para que exista información privilegiada que esta tenga un carácter:

- **Concreto:** tiene que consistir en *datos precisos y específicos*, no tan solo rumores, que sean determinantes de la realización de alguna de las operaciones mencionadas en el art. 81.2 de la Ley del Mercado de Valores¹⁵, en adelante LMV.
- **Reservado:** que no se haya hecho pública, es decir, *que no se hayan divulgado, sin que se requiera un carácter secreto de la misma;* y
- **Sensible:** *cuando dicha información sea la que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión.*

Es decir, se considerará información privilegiada aquel conocimiento concreto que no esté a disposición del mercado y que, gracias a ello, se pueda tener una posición ventajosa en el mismo, tanto para la propia persona, como para uno propio.

Una vez que se ha clarificado qué se debe entender por información privilegiada, debemos analizar si la información de la que se valió el administrador Y fue en efecto información privilegiada.

Para recapitular, el administrador Y al ser un experto contable descubrió la falsificación de las cuentas llevadas a cabo por el administrador X y la detracción de fondos por parte del mismo. Decidió actuar como inversor anónimo y vender en corto, y, algún tiempo más tarde, elaboró un informe donde se detallaban las actuaciones del administrador X para repartirlo primero con sus amigos y más tarde con el público en general.

Como consecuencia del comportamiento del administrador Y el valor de las acciones de la sociedad disminuyeron hasta encontrarse a menos del 90% de su valor en el momento de la salida a bolsa. El administrador en cuestión, sin embargo, hizo un balance muy positivo de la operación, alcanzando unos beneficios tan altos que le permitieron comprarse un deportivo rojo.

Pues bien, en este caso nos encontramos con tres acciones diferentes las cuales pueden constituir hechos delictivos diferentes por uso de información privilegiada y que además representan también tres momentos diferentes en el tiempo:

- El uso por el propio administrador Y en un primer momento de la información y su posición en corto en el mercado. A partir de aquí nos referiremos a ella como situación 1.

¹⁴ Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014.

¹⁵ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2015/10/23/4/con>

- La distribución entre sus más allegados de un informe donde se detallaba con todo detalle las actividades delictivas del administrador X. A partir de aquí nos referiremos a ella como situación 2.
- La distribución con el público en general de dicho informe. A partir de aquí nos referiremos a ella como situación 3.

Comenzaremos a analizar la información usada en la **situación 1**. Para ello veremos si cumple con los requisitos que mencionamos antes, que la información sea concreta, reservada y sensible.

En cuanto a que sea **concreta** podemos afirmar que sí lo es. En ningún momento podríamos calificarla de rumor y, además, esta información consiste en datos numéricos, en errores encontrados en las cuentas anuales. Viene expresada en términos contables, los cuales difieren en todo momento de cualquier concepción abstracta. Misma consideración merece la información referida al descubrimiento de la sustracción de fondos por parte del administrador X, ya que, una vez más, estamos hablando de datos provenientes de la contabilidad de la empresa.

En cuanto a si es **reservada** también podemos afirmar que sí. Para descubrir, tanto el fraude contable que estaba llevando a cabo el administrador X, como la detracción de los fondos de la sociedad, era necesario un acceso directo a las cuentas y contabilidades de la empresa. Es, por tanto, imprescindible formar parte de la capa directiva de la misma.

Una persona del público general no podría tener acceso a una información que le proporcionase el poder de refutar los datos de las cuentas anuales y mucho menos tendrían la habilidad conocer la retirada de fondos por parte del administrador X. Para todo esto es necesario, imprescindible, una posición interna en la compañía. Con la información publicada en la página web y las noticias al alcance del público es imposible efectuar un razonamiento similar al del administrador Y.

Por último, esta información tiene que ser **sensible**. Entendemos por sensible, tal y como se expuso antes, que esta información sea redundante para un inversor razonable a la hora de decidir sobre si va a realizar una inversión o no. Una vez más, podemos afirmar que así lo era, ya que fue el descubrimiento de esta información lo que llevó al administrador Y a adoptar una posición corta en contra de una compañía de la que él mismo es administrador.

Además, es evidente que, en un planteamiento lógico de un inversor razonable, lo primero que evalúa a la hora de realizar o no una inversión es el estado de la sociedad en la que se va a invertir, si esta tiene mayores o menores beneficios o si su actividad logra crear valor para los accionistas. Si se miente sobre esta información será imposible que el inversor pueda tomar una buena decisión, o lo que es lo mismo, una decisión lógica. Un inversor razonable, de haber conocido que los pretextos sobre los que realizó su inversión eran falsos, no actuaría igual en su inversión.

Encontramos totalmente razonable que un inversor, tras conocer esta información del estado real de la compañía, no quiera invertir en la sociedad. Sus perspectivas de recibir beneficios estarán considerablemente frustradas por la situación económica de la sociedad. Es por ello por lo que la información de la que disponía el administrador Y se considera es sensible.

Por tanto, y cumpliendo los tres requisitos marcados tanto por la legislación como por la jurisprudencia podemos afirmar que la información de la que se valió el administrador Y en la situación 1 es privilegiada.

En la **situación 2** que el administrador Y decide distribuir entre sus amigos un informe que recoge todos sus descubrimientos sobre la actividad del administrador X, por lo que podemos asumir que en lo que se refiere a la información, cualitativamente, es la misma de la que se valió él en la situación 1.

Podemos decir entonces que se mantiene su carácter de ser concreta y sensible, pero ¿Es en este caso reservada? Debido a que las personas que tuvieron acceso a este informe fueron solamente aquellas a las que el administrador Y filtró el informe, que fuera de ellas nadie más pudo tener acceso al mismo, y que como ya razonamos en la cuestión anterior que el público general no podría haber llegado a las conclusiones que llegó al administrador Y sin ellas, podemos decir que sí sigue siendo reservada. El hecho de que se filtre a un conjunto de sujetos selectos no hace que deje de ser reservada si gran parte del público no puede acceder a la misma.

Por lo tanto, también en la situación 2 la información de la que se valen los amigos del administrador Y es reservada y por lo tanto se considera información privilegiada.

Y ya, por último, en el caso de la distribución del informe entre el público en general, es decir, **la situación 3**, podemos ver que desde un principio no cumple uno de los requisitos fundamentales de la información privilegiada, ya que no es reservada. Desde el mismo momento que la información se hace pública y los inversores tienen a la información ya no es de acceso reservado, y, por lo tanto, ya no podemos hablar de información privilegiada.

Además, según el art. 285 del CP dicha información se tiene, o bien que utilizar por sí mismo, o recomendar a un tercero. Lo que hace el administrador Y es publicarla, ponerla a disposición de la generalidad de inversores, por lo que no entra en el tipo. Además, como uno de los grandes principios del derecho penal, se ha de interpretar restrictivamente y en todo caso *in dubio pro reo*.

De hecho, existen firmas que se encargan de elaborar informes de sociedades, en la mayoría de los casos negativos, para luego vender ellas mismas en corto sus acciones. Podemos nombrar por ejemplo a Muddy Waters Research, fundado por Carson Block, quienes lideraron el destape del fraude cometido por Sino-Forest Corp, Orient Paper o China Media Express¹⁶.

Podría caber entonces un delito de revelación de secretos del art. 197 y ss. del CP. Por un lado, la contabilidad privada de la empresa, fuera de las cuentas anuales y otros documentos que por ley deben hacerse públicos, se entienden como secreto empresarial. Pero la información que nos ocupa contiene delitos cometidos en la sociedad, lo cual es beneficioso que se ponga a disposición del público y las autoridades.

¹⁶ Datos del documental *The China Hustle*, dirigida por Jed Rothstein, en el que se explican los entramados financieros de una gran estafa, mediante fusiones inversas y falsificación de la información económica de empresas chinas, a los inversores estadounidenses.

También la intención del administrador Y es muy relevante. Se dice que lo que pretendía, y finalmente consiguió, era provocar una devaluación de las acciones de la sociedad para que su posición en corto resultase exitosa. No existe pues la buena fe existente en el deseo de poner en conocimiento de la sociedad la comisión de un delito para que este tenga las menores consecuencias posibles, o para denunciarlo ante la misma, sino un mero ánimo lucrativo y también un posible ánimo de daño.

Similar es el caso de Hervé Falciani, un informático residente en Suiza que trabajaba para el banco HBSC. Redactó la conocida como “lista Falciani” que identificaba a más de 130.000 evasores fiscales, gracias a la cual al Agencia Tributaria española consiguió regularizar más de 300 millones de euros de 659 defraudadores españoles. Por la revelación de estos “secretos” el Tribunal Federal Penal suizo le condenó en 2015 a cinco años de cárcel. Además, argumentaron que este había intentado vender la información sin éxito. Pero Falciani huyó primero a Francia y luego a España, ya en 2012, donde se le detuvo.

La Audiencia Nacional española (AAN de 8 de mayo de 2013; ECLI: ECLI:ES:AN:2013:258A y AAN de 18 de septiembre de 2018; ECLI:ES:AN:2018:1534AA) decidió no extraditarle con base a su colaboración con la justicia, además entendió que parecía confuso el relato de que este hubiese intentado vender la información tras su comportamiento de cooperación con las autoridades fiscales.

Finalmente, el caso Falciani provocó también la creación de jurisprudencia cuando el TC (STC de 16 de julio de 2019; ECLI:ES:TC:2019:97) interpretó que no solo los miembros de la autoridad pueden cometer invasión de la intimidad, sino también los particulares. Aún así aceptó como prueba la lista por entender que, como había sido entregada por las autoridades francesas, se habían seguido los cauces legales.

Entendemos entonces que dependerá de la interpretación del tribunal. Si el administrador Y puede probar y defender su buena fe es posible que se no se observe un delito de revelación de secretos. En caso de que quede probado un ánimo lucrativo y un ánimo de daño, así como mala fe, sí podría enfrentarse a una condena penal.

Una vez que sabemos que podemos considerar como información privilegiada las situaciones 1 y 2 lo que tenemos que entrar a analizar es si estas entran dentro del tipo del artículo 285, o en caso negativo de cualquier otro, o incluso si no se encuentran dentro de ningún tipo penal.

Dentro del propio art. 285 CP se describe el comportamiento o comportamientos que se deben llevar a cabo para realizar el hecho delictivo que se trata en el mismo. Dice que *quién de forma directa o indirecta o por persona interpuesta realizare actos de adquisición, transmisión o cesión de un instrumento financiero, o de cancelación o modificación de una orden relativa a un instrumento financiero, utilizando información privilegiada.*

Aquí lo que se castiga son *las manipulaciones orientadas a alterar o preservar artificialmente, mediante datos falsos, la cotización de un valor o instrumento financiero, justificándose la sanción penal por el efecto negativo que produce tal comportamiento en la necesaria confianza en un correcto funcionamiento de aquel* (STS de 22 de julio de 2019; ECLI:ES:TS:2019:2499).

Tanto la situación 1 como la situación 2 entran dentro de estas características. En la situación 1 el administrador Y de forma directa realiza actos de adquisición y transmisión, adoptando una posición en corto debido a una información privilegiada. En la situación 2 son sus amigos por persona interpuesta, el administrador Y, los que realizan operaciones utilizando información privilegiada.

Entrando a individualizar las consecuencias que tiene el comportamiento de administrador Y, en primer lugar, y como se explicó antes, su comportamiento entra en el tipo del artículo 285 CP, pero además debemos ver si será agravado.

En primer lugar, dicho artículo plantea una inhabilitación especial para aquellos que:

- a) que, como consecuencia de su conducta obtuviera, para sí o para tercero, un beneficio superior a quinientos mil euros o causara un perjuicio de idéntica cantidad;
- b) que el valor de los instrumentos financieros empleados fuera superior a dos millones de euros;
- c) que se causara un grave impacto en la integridad del mercado.

En un primer momento, sobre los dos primeros apartados no podemos realizar afirmación alguna ya que no tenemos datos objetivos de los beneficios obtenidos por el administrador Y. Tan solo se nos dice que fueron tan altos que decidió adquirir un deportivo rojo. Sin embargo, si estudiamos el precio de los deportivos, rojos o no, en el mercado español, raramente llegaremos al medio millón de euros. Estudiando el mercado podemos ver que un automóvil de la casa Ferrari lo encontramos alrededor de los 300.000 euros¹⁷ o uno de la casa Porsche en los 200.000 euros¹⁸.

Es por tanto que no podemos asegurar que sus beneficios hayan sido superiores a los 500.000 euros, porque, aunque podamos presumir que no dedicó el total del montante de los beneficios en la compra del deportivo, no podemos asegurar tampoco que no hiciera. De la misma manera tampoco podemos afirmar es que el perjuicio económico ha sido superior a 500.000 euros, aunque la lógica nos deja presumir que así fue

En segundo lugar, tampoco se especifica el valor de los activos financieros empleados en la posición en corto del administrador Y, por lo que una vez más no podremos afirmar si la inhabilitación por esta razón es o no conveniente.

Queda por último entonces analizar si ocurre un grave impacto en la integridad del mercado. Para ello lo primero que tenemos que ver es en qué consiste un grave impacto en la integridad del mercado.

Para empezar, siguiendo a MARTÍNEZ FLORES, A. cuando hablamos de integridad de mercado será equivalente a justicia de mercado. En su obra “Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado” explica que la doctrina no encuentra una sola definición o teoría para este concepto, pero puntualiza que la IOSCO enumera ciertos requisitos que deben garantizarse para que un mercado sea justo o íntegro. Entre ellos se destaca:

¹⁷ Datos de la página web <https://www.ferrari.com/es-ES> dependientes del grado de personalización del automóvil.

¹⁸ Datos de la página web de Porsche <https://www.porsche.com/spain/> dependientes del grado de personalización del automóvil.

a) que los inversores tienen un acceso justo a los mecanismos del mercado y que las estructuras del mercado no favorecen indebidamente a un participante en el mercado sobre otro;

b) que los participantes en el mercado tienen un acceso justo a la información de los emisores, así como a la información del mercado o de los precios, tanto previa como posterior a las operaciones.

En el caso de que se realice una acción en la cual se vulnere alguna de estas dos premisas existirá un grave impacto en la integridad del mercado, porque este dejará de ser íntegro o justo.

Además, tal y como está redactada esta condición para la inhabilitación nos damos cuenta de que estamos buscando por un resultado concreto, no un mero peligro, es decir, se ha de haber causado este impacto, no puede haber tan solo peligro de causarlo (STS de 21 de diciembre de 2010 ECLI:ES:TS:2010:666).

La jurisprudencia por un lado opina que *las operaciones con información privilegiada, debido a que suponen ventajas para ciertos inversores, pueden deteriorar esta confianza y entorpecer así el buen funcionamiento del mercado* (STS de 21 de diciembre de 2010; ECLI:ES:TS:2010:6665 y SJP M de 21 de febrero de 2012; ECLI:ES:JP:2012:142).

Parece evidente entonces que el comportamiento del administrador Y sí constituye un grave impacto en la integridad del mercado y por lo tanto será sancionado con la inhabilitación pertinente.

Una vez resuelto esto analizamos también si le es aplicable la mitad superior de la pena, la cual corresponde cuando suceda alguna de las siguientes circunstancias:

1.ª Que el sujeto se dedique de forma habitual a las anteriores prácticas de operaciones con información privilegiada.

2.ª Que el beneficio obtenido, la pérdida evitada o el perjuicio causado sea de notoria importancia.

La primera circunstancia el administrador Y no la cumple, ya que no tenemos conocimiento alguno de que haya llevado a cabo operaciones como estas con anterioridad. Sin embargo, aunque no podemos poner una cifra para cuantificar su beneficio sí se nos dice que las acciones de la sociedad pasaron a tener un valor de un diez por ciento de su valor inicial, es decir, que perdieron un noventa por ciento de su valor.

Siendo así, se puede interpretar que la pérdida evitada por el administrador Y ha sido de notoria importancia y por lo tanto le correspondería la mitad superior de la pena estipulada en el precepto.

Recapitulando, al administrador Y le correspondería una pena de prisión de tres años y tres meses a seis años, del duplo al triplo de la multa al ser la cantidad de la pérdida evitada muy alta, e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de tres años y seis meses a cinco años.

Sin embargo, este no fue el único delito de uso de información privilegiada cometido por el administrador Y, ya que este mismo artículo 285 CP también castiga el recomendar a un tercero el uso de dicha información privilegiada. Por tanto, estas dos

acciones diferentes, que causan dos modalidades diferentes de un mismo delito, podemos decir que se acoplarán en un concurso real de delitos (art. 76 CP).

Además, es importante destacar la posibilidad de que se aprecie un concurso real de delitos de uso de información privilegiada y los cometidos por omisión, a saber, administración desleal, falseamiento de las cuentas anuales y fraude de inversores. Ya que las acciones y omisiones han sido cometidas en un mismo plan del autor y para la consecución de un mismo fin, por lo que pueden ser llevadas bajo un único procedimiento. El juez por tanto agrupará las penas, de la manera que explicamos en la pregunta anterior, de los delitos que tengan la misma naturaleza.

Los amigos del administrador Y se puede deducir, según el enunciado del caso, que aprovecharon esta información privilegiada para su propio beneficio, aunque no se especifique qué actos pudiesen cometer. En caso de ser así también incurrirían en un delito de uso de información privilegiada del art. 285 CP. En caso de que no realizasen ningún comportamiento que les aprovechara económicamente y se guardasen la información para sí mismos no enfrentarían ninguna consecuencia penal.

II.4. ¿Qué actividad debería llevar a cabo la CNMV al conocer los hechos?

La Comisión Nacional del Mercado de Valores o CNMV es un organismo creado por la LMV que se encarga de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de todos los que de alguna manera intervienen en ellos.

Las principales funciones que lleva a cabo se recogen en el artículo 17.2 de la LMV. Se destaca la función de *velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores*. Además, siguiendo a BLANQUER CRIADO A. la CNMV *puede desarrollar válidamente en Derecho tres responsabilidades o funciones públicas distintas: supervisora, inspectora, y sancionadora*.

En concreto, cuando se trata de la salida de una sociedad a un mercado primario, es decir, cuando la compraventa de acciones sucede directamente desde la sociedad sin que se dé reventa, que ya constituiría un mercado secundario, este organismo requiere ciertas diligencias, que son las siguientes y vienen recogidas en su página web:

- Documentación acreditativa de los acuerdos de emisión u oferta pública de venta
- Cuentas anuales auditadas de la entidad que emite el valor
- Folleto informativo, que debe contener toda la información precisa para que el inversor pueda hacer una evaluación de la situación del emisor y de los derechos inherentes a los valores que se ofrecen o van a ser admitidos a negociación.

Según los antecedentes de hecho, además del uso de información privilegiada que se analizó en la cuestión anterior, hay otras dos situaciones que deberían llamarle la atención a la CNMV según los requisitos que acabamos de ver, a saber, el hecho de que tanto las cuentas anuales de la sociedad ABCD como el folleto informativo fuesen falseados, y las medidas a tomar una vez que esta primera situación ha sucedido.

Es importante mencionar que no se pueden castigar mediante procedimiento sancionador aquellos hechos que ya se hayan perseguido y sancionado penal o

administrativamente, siempre que se cumpla identidad de sujeto, hecho y fundamento. Este es el conocido principio *non bis in ídem* que encontramos recogido en el art. 31 de la ley 40/2015¹⁹. Es por ello por lo que como las actuaciones relativas a la información privilegiada ya serían castigadas dentro del orden penal, no se podría abrir la misma causa en este procedimiento sancionador de la CNMV.

De la misma manera, y como se analizó en la segunda pregunta, en su primer apartado, los administradores X, Y, W, Z, M, N, O, P y Q ya responden en el ámbito penal de las actuaciones, por lo tanto, tampoco podrán ser castigados por el orden administrativo ya que constituiría también una vulneración de dicho principio.

En el caso del administrador honorario V, al no ser sancionado por su comportamiento en el orden penal tendremos que ver si podría ser sancionado dentro del procedimiento llevado a cabo por la CNMV.

Comenzando por la primera situación, la analizaremos haciendo una comparativa con un caso relativamente similar y extremadamente conocido en este país, el caso BANKIA.

Bankia es el resultado de la fusión de siete cajas de ahorro: Caja Madrid, Bancaja, Caja La Rioja, Caja de Canarias, Caja Segovia, Caixa Laietana y Caja Ávila. Para cumplir con las obligaciones interpuestas por el Banco de España y por la Unión Europea, la nueva Bankia necesitaba salir a bolsa y captar capital. Pero cuando todavía no se había cumplido un año desde dicha salida fue necesario nacionalizar la entidad, inyectar un total de 22.000 millones de euros y se cesó a Rodrigo Rato, presidente de la entidad.

¿Por qué sucedió esto? Entre otras muchas dificultades destaca la que se conoció el 25 de mayo de 2012, y es que, mientras que las cuentas anuales de la entidad presentaban un beneficio neto atribuido de 309 millones de euros, en realidad el banco en ese año perdió 2.979 millones de euros. Además, es relevante una puntualización que haría la CNMV y es que las cuentas no estarían respaldadas por un informe de auditoría, razón por la que el organismo no las publicó.

Es evidente la similitud del caso ante el que nos encontramos y el caso Bankia, salvando ciertas diferencias como, por ejemplo, que nuestra Sociedad ABCD es una Sociedad Anónima y en el caso de Bankia estamos ante una Sociedad Anónima Bancaria. En ambos, uno o varios de los administradores decidieron alterar las cuentas anuales de las respectivas sociedades para presentar un resultado más favorable que el real y esconder pérdidas. Además, ambas lanzaron una salida a bolsa respaldada con falsedades documentales. Es por ello por lo que se debe presumir una actuación por parte de la CNMV similar respecto a nuestra sociedad.

La posición de la CNMV en el caso Bankia se ve claramente reflejada en estas palabras del presidente de la misma, Sebastián Albellá, cuando declaró que *obviamente, a la Comisión no le corresponde ejercer una labor de verificación, de comprobación de la corrección sustancial o de la veracidad de esa información.*

Además, y en la misma sintonía, tenemos que destacar también las declaraciones de Julio Segura, quien era entonces presidente de la CNMV, en la segunda mitad del

¹⁹ Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/l/2015/10/01/40/con>

juicio oral contra Bankia, en las cuales dijo que *la CNMV autorice el folleto de emisión no quiere decir que la información contenida en el folleto sea correcta y que la corrección es responsabilidad de quienes elaboran las cuentas y de los auditores, pero no de la CNMV.*

Es decir, que la labor de la CNMV es asegurarse de que el posible inversor recibe la información adecuada para realizar sus actividades y poder tomar una decisión, pero no tiene porqué corroborar la veracidad de dicha información si ya se encargan de eso las sociedades auditoras.

Aunque parezca sorprendente así lo entiende también la jurisprudencia, al archivar la causa contra la CNMV en el auto del Juzgado Central de Instrucción de 11 de mayo de 2017 (ECLI:ES:AN:2017:329A). En el mismo se motiva que no parece razonable exigir que la CNMV, por sus propios medios, constataste que la información recogida en el folleto de salida a bolsa y otros estados financieros avalados por un auditor representase la imagen fiel de la entidad.

Es por tanto que se entiende que también en este caso la CNMV estaría exonerada de la comprobación de la veracidad y la representación fiel de la situación financiera de la sociedad ABCD tanto en su respectivo folleto de salida a bolsa como en sus cuentas anuales.

La cuestión ahora son las actuaciones que deberá llevar a cabo este organismo una vez que conoce el falseamiento tanto de las cuentas anuales como del folleto informativo. Los distintos tipos de infracciones se encuentran diferenciados en los artículos 278 a 300 de la LMV, donde se clasifican entre leves, graves y muy graves. Tras un estudio de las mismas podemos decir que la sociedad ABCD ha podido realizar las siguientes infracciones, todas ellas muy graves:

Por un lado, ha cometido una **infracción por incumplimiento de las obligaciones exigidas para el correcto funcionamiento del mercado primario de valores y la negociación de instrumentos financieros en los mercados secundarios de valores.**

En concreto la actuación de nuestra sociedad vulnera el apartado uno del artículo 279 LMV en el que se dice que *la colocación de emisiones [de oferta pública o suscripción de valores] [...] omitiendo datos relevantes o incluyendo inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño en la citada actividad publicitaria.*

Y de la misma manera también el apartado segundo de este mismo artículo en el que se recoge que *la realización de ofertas públicas de venta o suscripción o la admisión a negociación sin cumplir los requisitos [de la oferta pública o suscripción de valores], [...], la omisión de datos relevantes o la inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño en [el folleto], cuando, en todos estos supuestos, la cuantía de la oferta o de la admisión, o el número de inversores afectados, sean significativos.*

Además también ha cometido una **infracción relativa a la oferta pública de adquisición** ya que realizó la conducta tipificada en el artículo 280.1c) en el cual se recoge que será una infracción muy grave *la publicación o el suministro de información o documentación relativas a una oferta pública de adquisición con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.*

Por último ha cometido una **infracción por incumplimiento de las obligaciones de transparencia e integridad del mercado**, que es la recogida en el art. 282.2 LMV según el cual será una infracción muy grave *el incumplimiento de las obligaciones de remisión de la información regulada [...], cuando exista un interés de ocultación o negligencia grave, atendiendo a la relevancia de la comunicación no realizada y a la demora en que se hubiese incurrido, así como el suministro a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la información financiera regulada con datos inexactos o no veraces, o de información engañosa o que omita aspectos o datos relevantes.*

Según el artículo 273 de la LMV será la CNMV la encargada de incoar, instruir y sancionar en los procedimientos sancionadores por infracciones muy graves, graves y leves. Esto es a menos que en los supuestos de infracciones graves o muy graves *la entidad infractora sea una entidad de crédito española o una sucursal de una entidad de crédito de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea* en cuyo caso será preceptivo un informe del Banco de España, pero como este no es el caso, no hará falta. El procedimiento se iniciará de oficio mediante acuerdo de la CNMV y a iniciativa de esta, previa denuncia o informe razonado por el propio organismo.

Según el artículo 277 LMV serán considerados sujetos responsables los recogidos en el artículo 271 de la misma ley, que en este caso serían la sociedad ABCD y también todos los administradores, siguiendo el criterio del apartado tercero de este artículo. Sin embargo, como ya explicamos, los administradores X e Y, al ya haber sido procesados en el orden penal, no podrán volver a someterse a este procedimiento.

En el caso de los administradores W, Z, M, N, O, P y Q solamente han sido responsables mediante la acción civil. Recoge el art. 271 de la LMV *las personas físicas y entidades a las que resulten de aplicación los preceptos de esta ley, así como quienes ostenten de hecho o de derecho cargos de administración o dirección de estas últimas, que infrinjan normas de ordenación o disciplina del Mercado de Valores incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en este capítulo.* Sin embargo, conociendo los argumentos de defensa de dichos administradores y teniendo en cuenta las actuaciones previas de este organismo en situaciones similares, no parece probable que la CNMV les vaya a sancionar mediante este procedimiento.

El administrador honorario V, por su parte, tiene tan solo un puesto honorario, no forma parte del consejo de administración, por lo tanto, no pudo votar a favor en la decisión de salir a bolsa y tampoco cometió irregularidad alguna. Además, como se comenta en los antecedentes de hecho, es una persona mayor que comienza a sufrir el deterioro de la edad, por lo que, pese a que haría falta una prueba pericial, es posible que ni siquiera pudiese comprender en profundidad la situación. Por ello no creemos que se le puedan exigir responsabilidades al administrador honorario V y por lo tanto también quedará fuera de este procedimiento.

La CNMV, una vez abierto este procedimiento sancionador y haber estudiado las diferentes infracciones de la sociedad ABCD, se encargará de ejercer su función de sanción. Encontramos en el artículo 302 de la LMV cuales serán las posibles consecuencias para las infracciones muy graves. Las aplicables al caso serían:

- Una multa en las cantidades especificadas en la ley²⁰ (art. 302.1 LMV).

²⁰ – El quintuplo del beneficio bruto obtenido o de la pérdida evitada como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción,

- La suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar la sociedad en los mercados de valores durante un plazo no superior a cinco años (art. 302.2 LMV).
- Una amonestación pública en el BOE que indicará la persona responsable y el carácter de la infracción (art. 302.13 LMV).

Además, en el art. 310 de la LMV encontramos los criterios determinantes de las sanciones, entre los que destacan la naturaleza y gravedad de la infracción, el grado de responsabilidad de los sujetos responsables o las pérdidas sufridas por terceros.

La CNMV en su página web mantiene un registro público, siguiendo el artículo 238.h) de la LMV, en el que se pueden consultar las sanciones interpuestas por la misma en los últimos 5 años. Para un mejor entendimiento de la lógica seguida por el organismo encontramos resoluciones como la disposición núm. 11622 de la resolución de 27 de octubre de 2016 (BOE de 6 de diciembre de 2016), disposición núm. 12924 de la resolución de 10 de noviembre de 2015 (BOE de 28 de noviembre de 2015), o la disposición núm. 12925 de la resolución de 10 de noviembre de 2015 (BOE de 28 de noviembre de 2015).

En ellas se tratan situaciones similares a nuestro caso objeto de estudio, ya que tratan el caso Bankia, el caso Pescanova y unas sanciones muy graves a Caixabank. En las tres encontramos que las sanciones aplicadas ante este tipo de comportamiento son las mismas, una multa de muy alta cuantía y la publicación de la sanción en el BOE.

Por tanto, y teniendo en cuenta todo lo anterior, podemos presumir que la CNMV impondrá una multa a la sociedad ABCD de muy alta cuantía, ya que las infracciones son muy graves y estas causaron que los inversores perjudicados perdieran más del 90% de su inversión. No podemos deducir la cuantía exacta de la multa ya que no disponemos de los datos suficientes, pero siguiendo la trayectoria de la CNMV en sus anteriores resoluciones, podemos asegurar que estará en los varios millones de euros.

Además, se publicará en el BOE la imposición de esta sanción, así como las infracciones cometidas. La otra sanción mencionada como posible no parece probable que la imponga la CNMV ya que, en el estudio de sus resoluciones, no parece común, y, además, no tendría realmente un uso práctico en este caso.

II.5. ¿En qué situación se encuentran los contratos de adquisición de las acciones?

Las acciones son valores negociables, y estos se definen, según ALONSO ESPINOSA, F. J. como *derechos patrimoniales de carácter financiero e inversor anotados en cuenta*, es decir, son *posiciones jurídicas de contenido patrimonial con causa de inversión y financiación documentados*. Que sean negociables les diferencia de los valores mobiliarios, los cuales simplemente se caracterizan por su transmisibilidad.

-
- El 5% de los recursos propios de la entidad infractora,
 - El 5% de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción,
 - El 10% del volumen de negocios total anual de la entidad infractora, según las últimas cuentas disponibles aprobadas por el órgano de administración. Si la entidad infractora es una matriz o filial de la empresa matriz que tenga que elaborar estados financieros consolidados, el volumen de negocios total anual aplicable será el que figure en los últimos estados financieros consolidados disponibles;
 - 5.000.000 de euros.

En concreto las acciones funcionan como derechos de participación social en los cuales el titular de estos tiene los derechos que se le reconocen a un accionista, como por ejemplo participar en los beneficios o el derecho de información. El origen o nacimiento de las acciones lo encontramos en el mercado primario, aquí es donde entran por primera vez en circulación. Según ALONSO ESPINOSA, F.J. este mercado es *la estructura organizada o mercado de la emisión de valores que se sustancia en la formulación de una oferta de suscripción o de venta de los mismos*.

Siguiendo a LARA R. en el manual “Los Mercados Financieros” este nacimiento puede realizarse de dos maneras distintas, por un lado, mediante *esquemas ordinarios de contratación bilateral con los inversores*, en cuyo caso se registraría por el derecho de obligaciones y contratos, o, por otro lado, *llevarse a cabo mediante su colocación en el mercado*.

Este último caso constituye la denominada oferta pública, que se regula en el art. 35 de la LMV, que explica que esta será una comunicación que presente la *información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores*.

Los contratos de adquisición de acciones mediante oferta pública no tienen como tal una regulación específica dentro de nuestra legislación, por lo que por una parte nos tenemos que atener al artículo 1255 del CC sobre la autonomía de la voluntad de las partes, así como por las normas y principios esenciales de la contratación. Pero sí tienen ciertas especialidades propias de forma o elementos formales y las constituye, esencialmente, el folleto informativo, el cual será obligatorio según el art. 34 de la LMV.

Si recordamos los antecedentes de hecho nos encontramos ante un caso en el cual la sociedad efectuó una oferta pública de acciones en la cual tanto el folleto informativo obligatorio, así como las cuentas anuales presentaban grandes falsedades y engaños. Mientras que las cuentas anuales mostraban unos beneficios y solvencia económica la empresa sufría grandes pérdidas además de las posibles consecuencias de la detracción de fondos por parte del administrador X.

Además, tras la salida a bolsa y el descubrimiento de la situación real en la que se encontraba la empresa las acciones se devaluaron hasta alcanzar un valor menor al 10% del valor inicial.

Como es natural, los adquirentes de dichas acciones lo más probable es que no estén contentos con el resultado de su inversión, ya que han perdido más del 90% del valor invertido. Es por ello por lo que resulta lógico que determinen demandar a la sociedad alegando una invalidez del contrato de adquisición de las acciones, por lo que ahora estudiaremos si sus pretensiones tendrían el apoyo de los tribunales.

Comenzaremos por estudiar las pretensiones de los afectados, es decir, en qué se basan para alegar la invalidez del contrato. Para ello haremos un breve repaso a la teoría de la contratación siguiendo el CC y a una autoridad en la materia como es BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. En el art. 1261 del CC se recoge que no habrá contrato a menos que se cumplan los siguientes requisitos:

- **Consentimiento** de los contratantes, el cual puede ser nulo si sucede alguna de las situaciones enumeradas por el art. 1265 del CC.
 - Error (art. 1266 del CC): consiste en *el conocimiento falso de una cosa o un hecho*.
 - Violencia (art. 1267 del CC): *hace referencia a la aplicación de la fuerza física para conseguir el consentimiento. Debe haber una desproporción entre la persona que ejerce la violencia y la que la recibe*.
 - Intimidación (art. 1267 del CC): *es la fuerza psicológica que se realiza para viciar el consentimiento, inspirando a uno de los contratantes una amenaza de un mal inminente y grave en su persona o bienes o en la persona o bienes de su cónyuge, descendientes o ascendientes*.
 - Dolo (art. 1269 CC): *hay dolo cuando, con palabras o maquinaciones insidiosas de parte de uno de los contratantes, es inducido el otro a celebrar un contrato que, sin ellas, no hubiera hecho*.
- **Objeto** cierto: debe ser lícito, posible y determinado o determinable.
- **Causa** de la obligación: *el fin o resultado perseguido por las partes con la celebración del contrato*. Es necesario que la causa exista y sea verdadera.

En el caso que nos atañe, como podemos observar, lo primero que pensamos es que estamos ante un caso de dolo, ya que el administrador X conscientemente falsificó tanto las cuentas como el folleto informativo. Sin embargo, lo más inteligente para los afectados sería demandar por nulidad en el consentimiento en base a dolo y en caso de inobservancia del mismo, en base a error.

Esta estrategia procesal vendría tras estudiar sentencias como la SAP M de 20 de noviembre de 2015 (ECLI: ES:APM:2015:17167) en las que se dice que *basta acreditar la realidad objetiva del conocimiento equivocado, sin que sea necesario ni que ese resultado sea consecuencia de dolo de Bankia ni que se aprecie responsabilidad penal, bastando la valoración jurídico - civil del contenido de la información suministrada y de las omisiones cometidas*.

Es obvio que la prueba del error es mucho más simple que la prueba del dolo, donde además hay que probar la intención de engaño por parte del demandado. Esta prueba reviste además de una especial dificultad, ya que al ser tan solo una intención, no puede respaldarse en una prueba documental, sino en una lógica observada por los acontecimientos del demandado. Se debe probar la existencia de los requisitos marcados por la jurisprudencia y la doctrina para que se observe dolo.

Explica BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. que es necesario que el dolo sea grave, es decir, *con mala intención consciente y deliberada de engañar a la otra parte*. Además, tiene que inducir a la otra parte para la celebración del contrato, tiene que constituir un dolo determinante. *El dolo determinante se opone al dolo incidental, que sólo obliga al que lo empleó a indemnizar daños y perjuicios* (art. 1270.2 CC).

Existe una gran dificultad probatoria a la hora de que los demandantes consigan demostrar el dolo, por lo que, como al final *el dolo es un error inducido* (SAP M de 22 de enero de 2016; ECLI: ES:APM:2016:1124) no merece la pena ese extra probatorio requerido para el dolo cuando la observancia de error ya invalidaría el consentimiento. Es por ello por lo que nos centraremos en demostrar la existencia del error.

Para ello, seguiremos el razonamiento de la STS de 3 de febrero de 2016 (ECLI:ES:TS:2016:91) la cual crearía jurisprudencia en la cual se basarían siguientes sentencias como la SAP B de 22 de diciembre de 2017 (ECLI: ES:APB:2017:12807), la SAP B de 7 de marzo de 2019 (ECLI:ES:APB:2019:1765) o la SAP B de 31 de mayo de 2017 (ECLI:ES:APB:2017:7797).

En primer lugar, puntualizar dónde existe el error, ya que no existe error en cuanto a lo que estaban adquiriendo, las acciones es un producto financiero sencillo que todo el público, aunque no sea inversor profesional, puede alcanzar a comprender, por lo que no es que estas se confundiesen con otro producto financiero distinto. El error en este caso está en que los inversores, y en concreto los pequeños inversores, debido al folleto informativo elaborado por la sociedad ABCD y aprobado por la CNMV, creyeron en una situación de solvencia inexistente, es decir, el error se encuentra en las condiciones por las que se ha celebrado el contrato en primer lugar.

La sociedad ABCD en su folleto informativo anuncia al inversor una buena situación económica y altos beneficios. Pero estos, no solo no existen, sino que la empresa pasaba en ese momento por un período de pérdidas, las cuales se agravaron por el comportamiento del administrador X al retirar fondos de la entidad para su propio interés. Esto provoca que el inversor base su decisión en unas expectativas irreales, que nublan totalmente su razonamiento a la hora de evaluar si realizan la inversión o no.

De hecho, hay que tener en cuenta que el objetivo de una inversión es generar rendimientos por ella. Una comunicación pública en la que se asegura una buena situación económica de la empresa es determinante para la toma de decisiones por parte del inversor. No es lo mismo ser accionista de una sociedad con beneficios que suscribir acciones de una empresa con grandes pérdidas.

Toda la información recogida en el folleto informativo debe considerarse como esencial y fundamental en relación con un contrato de inversión. De hecho, *la propia normativa legal exige de forma primordial su información al inversor y con tales datos evalúa y considera el público inversor su decisión de suscripción, resultando obvio la representación que se hace el inversor, ante esa información divulgada.*

Y es que el folleto informativo, siguiendo el art. 37 de la LMV *contendrá un resumen que, elaborado en un formato estandarizado, de forma concisa y en un lenguaje no técnico, proporcionará la información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en dichos valores.* En este mismo artículo se caracteriza como fundamental la información recogida en el mismo y esta además debe ser usada por los inversores *para que puedan comprender la naturaleza y los riesgos inherentes al emisor, el garante y los valores que se les ofrecen o que van a ser admitidos a cotización en un mercado regulado, y que puedan decidir las ofertas de valores que conviene seguir examinando.*

Además, se trata de una oferta pública, es decir, la sociedad ABCD estaba saliendo a bolsa por primera vez, por lo que no existe un historial en el que se puedan basar los inversores para poder predecir su comportamiento y futuro en el mercado.

Es evidente que existe un claro nexo causal entre el error y la celebración del contrato, provocando así un vicio en el consentimiento. Resulta obvio que la mayoría de los inversores, de saber que la empresa ABCD sufría tales pérdidas, no hubiera realizado inversión alguna.

La “excusabilidad” del error parece también aparente, ya que la información sobre la solvencia económica de la empresa proviene de un folleto informativo que ha pasado por un proceso de autorización y que también ha sido aprobado por el organismo encargado de la supervisión del mercado de valores, la CNMV. Esta, aunque esté exonerada de toda responsabilidad, sí crea en el inversor un sentimiento de confianza y seguridad de estar invirtiendo bajo unas condiciones claras y ciertas.

Además, este razonamiento sigue también la línea europea marcada por el art. 4.103 PECL, que dice que *una parte podrá anular un contrato por existir error en el momento de su conclusión si a).1. el error se debe a una información de la otra parte*. Y en este caso así es, al deberse a la sociedad ABCD el error por parte de los inversores al intentar mostrar una situación económica que no reflejaba la realidad.

Resumiendo, los contratos de adquisición de las acciones de la sociedad ABCD serán considerados como nulos por vicios en el consentimiento al existir error en el mismo y, por lo tanto, declarada esta situación, se resolverán. Esto provocará que ambas partes tengan que restituirse las prestaciones acordadas objeto del contrato.

Por un lado, la Sociedad ABCD tendrá que restituir las cantidades abonadas por los inversores en el momento de la adquisición las acciones por medio de oferta pública más los intereses legales correspondientes y menos los intereses que estos pudieran recibir. Por otro lado, dichos inversores deberán devolver a la sociedad la titularidad de las acciones.

Como apunte, en caso de que las acciones no fueran compradas en un mercado primario, sino en un mercado secundario, y por ello no fueran adquiridas mediante un proceso de oferta pública, los afectados no podrían demandar a la sociedad ABCD, ya que esta no estaría siendo parte del contrato de compraventa y por lo tanto no tiene legitimación pasiva. Estos inversores afectados tendrían que personar su demanda contra el sujeto concreto o entidad financiera que le proporcionase las acciones, siguiendo la STS de 27 de junio de 2019 (ECLI:ES:TS:2019:2025).

III. CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo hemos ido respondiendo a las diferentes cuestiones que se nos preguntaron en relación con la problemática que surge en una sociedad con las cuentas falsificadas y su salida a bolsa.

En la **primera cuestión**, en lo relativo a la vinculación del nombramiento de un nuevo administrador y de la destitución del administrador Y, resolvimos que dependerá del resultado de la votación de dicho acuerdo. Al ser estas cláusulas pactos parasociales no serán oponibles (art. 29 LSC) a la sociedad en caso de no ser aprobadas mediante el voto, sin embargo, darán lugar al ejercicio de la acción civil de responsabilidad por incumplimiento de contrato en los términos del art. 1101 del CC. Se habló también de la posible existencia de una cláusula penal de responsabilidad que podría acumular o sustituir a la acción civil.

En lo relativo a la negación en la participación de los beneficios al administrador Y se planteó la posibilidad de que este acudiese al ejercicio del derecho de separación del art. 348 bis LSC, pero finalmente se creyó que no sería posible. Se estudió la validez y la eficacia de esta cláusula penal, reconociendo su validez, pero poniendo una nota en su eficacia. Al igual que en el caso anterior estamos ante un pacto parasocial, por lo que, si

se aprueba en la votación, no habrá ningún problema. Sin embargo, en caso de que no fuese así, no sería oponible y por tanto una vez más daría derecho al ejercicio de una acción civil contra los que votasen en contra. Además, también se valoró la posibilidad de que la participación en los beneficios representase el pago de sus honorarios como administrador, por lo que la sanción en este caso sería más que comprensible.

Finalmente, sobre la retirada del derecho de voto al administrador Y, se reflexionó sobre su validez, ya que estamos ante una cláusula penal que sanciona con la retirada definitiva de este derecho. Se llegó a la conclusión de que transgredía los límites de la autonomía de la voluntad y por lo tanto se tendría por no puesta, por lo que ya no sería necesario estudiar su eficacia.

En la **segunda cuestión** se estudió la responsabilidad penal y civil de todos los administradores. En cuanto a la responsabilidad penal se explicó la autoría por parte de X de los delitos de fraude de inversores (art. 282 *bis* CP), administración desleal (art. 252 CP) y falsedad de las cuentas anuales (art. 290 CP) en concurso real. Se explicó que el administrador Y tenía una posición de garante al conocer los actos cometidos por X y por tanto respondería como autor de estos delitos en calidad de comisión por omisión del art. 11 del CP.

En cuanto a los administradores Z, W, M, N, O, P y Q desestimamos su responsabilidad penal ya que no conocían los hechos y no intervinieron de ninguna manera. Analizamos la posibilidad de que fuese su obligación conocerlos, pero la jurisprudencia del TS nos aclaró que los administradores no tienen por qué ejercer funciones de control sobre las acciones de los demás administradores. Explicamos también que el administrador honorario V estaría considerado como un administrador de hecho al ejercer las funciones del mismo pero que este tampoco respondería penalmente de los delitos comentados con antelación por el mismo criterio utilizado para los otros administradores, con la apreciación de que, además, el administrador V, ni siquiera formaba parte del consejo de administración.

En los últimos aspectos del análisis de la responsabilidad penal comentamos el concepto del *compliance*, y cómo la responsabilidad penal de la sociedad ABCD podría depender de la tenencia y ejecución de un buen programa de *compliance*.

Respecto de la responsabilidad civil la dividimos en dos grandes apartados. En primer lugar, la responsabilidad *ex delicto*, en la que se encontraban como responsables los autores que cometieron los hechos antijurídicos, es decir, los administradores X e Y. Además, la sociedad ABCD y la sociedad auditora se encontraron como responsables subsidiarias en los casos de fraude de inversores y de falseamiento de las cuentas anuales. En el delito de administración desleal la sociedad ABCD no se encontraba entre los responsables subsidiarios, en este caso tan solo la sociedad auditora.

En segundo lugar, hablamos de la acción social de responsabilidad, ejercida por la sociedad para incorporar la indemnización de daños y perjuicios a su patrimonio, y de la acción individual de responsabilidad, ejercida por aquellos que puedan probar que sus patrimonios individuales han sido dañados, más allá del daño a la sociedad. En este apartado también se explicó la destitución de los administradores que incumpliesen la debida diligencia de un ordenado empresario.

En la **tercera cuestión** resolvimos la problemática acerca del delito de uso de información privilegiada. Primero estudiamos el concepto de información privilegiada y entendimos que esta se daba tanto cuando solo la conocía el administrador Y, y la utilizó

para sus fines, como cuando la decidió compartir con sus amigos (situaciones 1 y 2), por cumplir los requisitos de concreción, reserva y sensibilidad. No así cuando la hizo pública (situación 3) ya que dejó de ser reservada. Se estudió si sería constitutivo de un delito de revelación de secretos mediante una comparativa con el caso Falciani y se concluyó que será tarea del juez interpretar las intenciones del administrador Y.

Se entendió que el administrador Y había cometido un delito de uso de administración privilegiada al posicionarse en corto contra la sociedad haciendo uso de la información antes categorizada como privilegiada, y un segundo cuando proporcionó el informe que recogía dicha información privilegiada a sus amigos. Estos presumimos que también cometieron un delito si hicieron uso de ella, si no, no estarían llevando a cabo ninguna actuación punible.

Respecto a la responsabilidad civil *ex delicto* provocada por este hecho, esta se estudia en la cuestión dos, pero parece más adecuado comentarlo aquí. El responsable principal sería el administrador Y, sin embargo, la sociedad auditora actuaría como responsable subsidiaria.

En el análisis de la **cuarta cuestión** explicamos cuál serían las acciones que llevaría a cabo la CNMV tras el conocimiento de los hechos. Interpretamos la LMV y deducimos que, tras el incumplimiento de tres infracciones muy graves, la del art. 279.1 y 2, 280.1.c) y 282 LMV, la CNMV impondría una multa millonaria y publicaría en el BOE los acontecimientos como sanción. Mediante este procedimiento sancionador solo se podría enjuiciar a la sociedad ya que los administradores X e Y ya fueron sancionados en el orden penal (principio *non bis in idem*) y el resto de los administradores no era probable que la CNMV les hiciese responsables tras el estudio de sus argumentos a favor y el comportamiento usual de la misma en casos anteriores.

Finalmente, en la **quinta cuestión**, estudiamos la situación de los contratos de adquisición de las acciones. Explicamos que, si bien parecía un caso evidente de nulidad en el consentimiento por dolo, procesalmente era mejor estrategia centrarnos en la prueba del error. Esto es debido a que es más sencillo convencer al tribunal de la existencia del error, y que, el dolo al final es un error inducido, por lo que probar la intencionalidad determinante de engaño, tras el estudio de la jurisprudencia, podía ser muy complicado. Además, una vez que se pruebe el error es suficiente para conseguir la nulidad.

Al existir esta nulidad el derecho indica que se debe volver a la situación preexistente, es decir, los contratantes deberán devolverse las prestaciones, es decir, los usuarios las acciones de la sociedad, y la sociedad el precio pagado por las mismas. Hicimos una nota final aclarando que esto sucedería en el mercado primario, en el mercado secundario en todo caso habría que reclamar ante la entidad correspondiente.

En definitiva, este trabajo nos ha permitido profundizar en el derecho societario y en el derecho penal económico, así como en la rama de los mercados de valores y otros sistemas financieros. Para la elaboración de este trabajo nos pusimos en contacto con la CNMV y el Banco de España, lo que nos ayudó a comprender el funcionamiento de estas organizaciones. Pero no sólo ha aportado un valiosísimo conocimiento que se puede poner en práctica en la vida laboral, cada vez más próxima, sino que también añadió habilidades tan valiosas como el dominio en la búsqueda de jurisprudencia, el análisis objetivo y el pensamiento crítico.

IV. BIBLIOGRAFÍA

Libros

ALONSO ESPINOSA, F. J (2014) *Manual de Derecho Mercantil de Contratos. Derecho Concursal*. Valencia. Tirant lo Blanch.

ARNAU MOYA, F. 2008. *Lecciones de Derecho Civil II: Obligaciones y Contratos*. Castellón de la Plana. Universitat Jaume I.

BELTRÁN SÁNCHEZ, E et al, 2016. *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles (6.ª ed.)*. Valencia. Tirant lo Blanch.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. 2017. *Manual de Derecho Civil: Obligaciones*. Madrid. Bercal.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. 2017. *Manual de Derecho Civil: Contratos*. Madrid. Bercal.

BERMEJO, M. y CORONA RAMÓN, J.F., 2017. *Empresa familiar: análisis estratégico*. Bilbao. Deusto.

BLANQUER CRIADO, A. 2014. *La CNMV: su transparencia y responsabilidad*. Valencia. Tirant lo Blanch.

DE LEÓN ARCE, A. et al, 2016. *Derechos de los consumidores y usuarios*. Valencia. Tirant lo Blanch.

DE VICENTE MARTÍNEZ, R., 2018. *Vademécum de derecho penal: Responsabilidad civil derivada de los delitos y faltas*. Valencia. Tirant lo Blanch.

DOMÉNECH GARRET, C., 2017. *Vademécum de Derecho Civil y Procesal Civil: La Cláusula Penal (2ª Edición)*. Valencia. Tiran lo Blanch.

FERNÁNDEZ BAUTISTA, S., 2007. *El Administrador de Hecho y de Derecho: aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*. Valencia. Tirant lo Blanch.

FRANCÉS LECUMBERRI, P., 2017. *El delito de falsedad documental societaria y la contabilidad creativa*. Valencia. Tirant lo Blanch.

GARCÍA DE ENTERRÍA, E. 1996. *Los delitos societarios: un enfoque mercantil*. Madrid. Civitas.

GARCÍA MARRERO, J., 2019. *Tratado de Conflictos Societarios*. Valencia. Tirant lo Blanch.

GUTIÉRREZ RODRIGUEZ, M. 2010. *Resumen Técnico: Responsabilidad civil ex delicto y personas jurídicas*. Valencia. Tirant lo Blanch.

HERNANDO CEBRIÁ, L. et al. 2019. *Estudio de derecho de sociedades*. Valencia. Tirant lo Blanch.

JEREZ DELGADO, C. et al., 2015. *Principios, Definiciones y Reglas de un Derecho Civil Europeo: el Marco Común de Referencia (DCFR)*. Madrid. Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado.

LANDO, O. y BEALE, H. 2000. *Principles of European Contract Law: Parts I + II*. Preparado por la Comisión Europea de Derecho de los Contratos. La Haya. Kluwer Law International.

MARTÍNEZ-BUJÁN PEREZ, C. 2002. *Derecho Penal Económico*. Valencia. Tirant lo Blanch.

MARTÍNEZ FLÓREZ, A. (2019). *Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado*. Valencia. Tirant lo Blanch.

PALOMAR OLMEDA, A. y CAMPUZANO, A.B., 2016. *Comentario de la Ley de auditoría de cuentas*. Valencia. Tirant lo Blanch.

PALOMO ZURDO, R. J. et al, 2017. *Los Mercados Financieros*. Valencia. Tirant lo Blanch.

QUINTERO OLIVARES, G. 2015. *Comentario a la reforma penal del 2015: La reforma del régimen de responsabilidad penal de las personas jurídicas*. Navarra. Aranzadi, pp. 77-91.

QUINTERO OLIVARES, G. y MORALES PRATS, F., 2015. *Parte General del Derecho Penal*. España. Aranzadi.

SÁNCHEZ CALERO, 2015. *Instituciones de Derecho Mercantil, T. II*. España. Aranzadi.

Artículos

ÁLVAREZ LATA, N. 2019. Dos reglas sobre la interpretación estricta de la cláusula penal. Pamplona. En: *Revista Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil* núm. 111/2019 parte Sentencias, Resoluciones, Comentarios.

BRUNET, J.M., 2019. Caso Falciani: El Constitucional cambia la doctrina sobre intimidad y delito fiscal. En: *La Vanguardia*, núm. de 16 de julio.

CALBACHO, F. y LÓPEZ DE HARO, J.I., 2018. El cumplimiento del protocolo familiar mediante prestación accesoria. España. En: *Uría Empresa Familiar*. Núm. de noviembre, pp. 6-8.

CAMPUZANO LAGUILLO, A.B., 2015. La acción social de responsabilidad contra los administradores de las sociedades de capital. España. En: *Revista Jurídica RJC*, núm. 56.

DELGADO GIL, A., 2019. El concepto de información privilegiada en los delitos de abuso de información privilegiada en mercados financieros. España. En: *La ley penal: revista de derecho penal, procesal y penitenciario*. Núm. 140, 1-21.

FERRÉ OLIVÉ, J.C., 2019. Reflexiones en torno al compliance penal y a la ética en la empresa. España. En: *Revista Penal*. Núm. 44 de julio.

FONSECA-HERRERO CARREÑO, MA., 2019. Principales cuestiones derivadas de la ley orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la ley orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del código penal, para transponer directivas de la unión europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional. España. En: *Ramón y Cajal Abogados*.

HERNÁNDEZ, M., 2017. La CNMV defiende su "correcta" actuación en la salida a Bolsa de Bankia. España. En: *El Mundo*, núm. de 8 de marzo.

LAFRAYA, C., 2019. Las claves para entender qué es el caso Bankia. España. En: *La Vanguardia*, núm. de 9 de enero.

LÓPEZ-FONSECA, O. 2017. El juez Andreu propone juzgar a la antigua cúpula de Bankia por la salida a Bolsa. En: *El País*, núm. de 11 de mayo.

MARTÍN, A.M., 2016. Cronología de la nefasta huella de Rato en Bankia. España. En: *El Mundo*, núm. de 28 de enero.

PARDO GEIJO-RUIZ, R., 2018. Diferencia entre el delito de apropiación indebida y de administración desleal a la luz de la reforma del Código Penal operada por la Ley Orgánica 1/2015, de 30 de marzo. España. En: *Noticias Jurídicas*.

PAVÓN HERRADÓN, D., 2016. Una nueva perspectiva en relación con el bien jurídico protegido en el delito de falsedad de los documentos societarios. En: *Revista Penal*, núm. 38.

PÉREZ, F.J., 2018. La Audiencia Nacional rechaza de nuevo extraditar a Falciani a Suiza. En: *El País*, núm. de 19 de septiembre.

SEVILLANO E.G., 2019. Julio Segura sobre Bankia: “Que la CNMV autorice un folleto no quiere decir que sea correcto”. España. En: *El País*, núm. de 7 de mayo.

TERRAZAS I., 2018. El contrato de compraventa de acciones. España. En: *Economist & Jurist*.

URREIZTIETA, E. y COLOM, E., 2017. Sentencia del 'caso Nóos': absuelta la Infanta Cristina; Urdangarin, condenado a 6 años de cárcel. España. En: *El Mundo*, núm. de 18 de febrero.

Páginas web

CEF legal. Disponible en: <http://www.ceflegal.com/>

CNMV. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

Diccionario del Español Jurídico. Disponible en: <https://dej.rae.es/>

Ferrari. Disponible en: <https://www.ferrari.com/es-ES>

Instituto de Empresa Familiar. Disponible en: <http://www.iefamiliar.com/>

Muddy Waters Research. Disponible en: <https://www.muddywatersresearch.com/>

Porsche. Disponible en: <https://www.porsche.com/spain/>

Otros

LLEDÓ BENITO, I. (2015). *La estafa de inversores* (tesis doctoral). Universidad de Granada, Granada.

SENDRA FERNÁNDEZ, L. (2016). *De la contabilidad creativa al delito contable* (trabajo de fin de grado). Universidad de Sevilla, Sevilla.

GIBNEY, A. y CUBAN, M. (productores), ROTHSTEIN, J. (director). 2018. *The China Hustle* (documental). Estados Unidos. Magnolia Pictures.

Folleto informativo de Bankia: Oferta pública de suscripción y admisión a negociación de acciones de Bankia, S.A. inscrito en el registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 29 de junio de 2011.

APÉNDICE LEGISLATIVO

Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. Boletín Oficial del Estado, 24 de noviembre de 1995, núm. 281. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/lo/1995/11/23/10/con>

Ley 2/2007, de 15 de marzo, de sociedades profesionales. Boletín Oficial del Estado, de 16 de marzo de 2007, núm. 65. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/l/2007/03/15/2/con>

Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas. Boletín Oficial del Estado, de 21 de julio de 2015, núm. 173. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/l/2015/07/20/22/con>

Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público. Boletín Oficial del Estado, de 2 de septiembre de 2015, núm. 236. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/l/2015/10/01/40/con>

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, de 3 de julio de 2010, núm. 161. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2010/07/02/1/con>

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, 24 de octubre de 2015, núm. 255. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2015/10/23/4/con>

Real Decreto de 14 de septiembre de 1882 por el que se aprueba la Ley de Enjuiciamiento Criminal. Boletín Oficial del Estado, 17 de septiembre de 1882, núm. 260. ELI: [https://www.boe.es/eli/es/rd/1882/09/14/\(1\)/con](https://www.boe.es/eli/es/rd/1882/09/14/(1)/con)

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. Boletín Oficial del Estado, 25 de julio de 1889, núm. 206. ELI: [https://www.boe.es/eli/es/rd/1889/07/24/\(1\)/con](https://www.boe.es/eli/es/rd/1889/07/24/(1)/con)

Real Decreto 171/2007, de 9 de febrero, por el que se regula la publicidad de los protocolos familiares. Boletín Oficial del Estado, de 16 de marzo de 2007, núm. 65, pp. 11254 a 11257. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/02/09/171>

Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. Boletín Oficial del Estado, 20 de noviembre de 2007, núm. 278. ELI: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/11/16/1514/con>

Directiva (UE) 2017/1371 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de julio de 2017, sobre la lucha contra el fraude que afecta a los intereses financieros de la Unión a través del Derecho Penal.

Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014. Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio de 2014, I. 173/1.

APÉNDICE JURISPRUDENCIAL

España. Tribunal Constitucional (Pleno). Sentencia núm. 97/2019 de 16 de julio (ECLI:ES:TC:2019:97).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia con recurso núm. 2261/1989 de 4 de noviembre (ECLI: ES:TS:1991:5930).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 2007/1997 de 30 de diciembre (ECLI: ES:TS:1997:8043).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 343/2006 de 6 de abril (ECLI: ES:TS:2006:2283).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 869/2008 de 14 de octubre (ECLI: ES:TS:2008:5492).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 10/2009 de 23 de enero (ECLI: ES:TS:2009:69).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 128/2009 de 6 de marzo (ECLI: ES:TS:2009:940).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 138/2009 de 6 de marzo (ECLI: ES:TS:2009:941).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 183/2009 de 27 de marzo (ECLI: ES:TS:2009:1277).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 616/2012 de 23 de octubre (ECLI: ES:TS:2012:6729).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 737/2014 de 22 de diciembre (ECLI: ES:TS:2014:5721).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 23/2016 de 3 de febrero (ECLI:ES:TS:2016:91).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 103/2016 de 25 de febrero (ECLI: ES:TS:2016:659).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 371/2019 de 27 de junio (ECLI:ES:TS:2019:2025).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal) Sentencia núm. 867/2002 de 29 de julio (ECLI: ES:TS:2002:8984).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 1557/2002 de 17 de octubre (ECLI:ES:TS:2002:6821).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 329/2007 de 30 de abril (ECLI: ES:TS:2007:2524).

España. Tribunal Supremo (Sala de Penal). Sentencia núm. 1193/2010 de 24 de febrero (ECLI: ES:TS:2011:1089).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 234/2010 de 11 de marzo (ECLI: ES:TS:2010:1303).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 1136/2010 de 21 de diciembre (ECLI:ES:TS:2010:6665).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 384/2014 de 1 de abril (ECLI: ES:TS:2014:2023).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 532/2014 de 28 de mayo (ECLI: ES:TS:2014:2689).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 491/2015 de 27 de julio (ECLI:ES:TS:2015:3465).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 136/2016 de 2 de marzo (ECLI: ES:TS:2016:826).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 277/2018 de 8 de junio (ECLI: ES:TS:2018:2056).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 369/2019 de 22 de julio (ECLI:ES:TS:2019:2499).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 49/2020 de 12 de febrero (ECLI:ES:TS:2020:332).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo). Sentencia núm. 4571/1995 de 27 de octubre (ECLI: ES:TS:2004:6873).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo). Sentencia núm. 4540/2010 de 6 de noviembre (ECLI: ES:TS:2013:5748).

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo). Sentencia núm. 1619/2015 de 22 de enero (ECLI:ES:TS:2016:126).

España. Audiencia Nacional (Sala de lo Penal). Auto núm. 19/2013 de 8 de mayo (ECLI: ECLI:ES:AN:2013:258^a).

España. Audiencia Nacional (Sala de lo Penal). Auto con núm. de recurso 32/2018 de 18 de septiembre (ECLI:ES:AN:2018:1534AA).

España. Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso-Administrativo). Sentencia núm. 4525/2019 de 13 de noviembre (ECLI:ES:AN:2019:4525).

España. Audiencia Nacional (Sección núm. 4). Sentencia núm. 44/2014 de 23 de diciembre (ECLI:ES:AN:2014:4884).

España. Audiencia Provincial de Barcelona (Sección núm. 19). Sentencia núm. 215/2017 de 31 de mayo (ECLI:ES:APB:2017:7797).

España. Audiencia Provincial de Barcelona (Sección núm. 19). Sentencia núm. 524/2017 de 12 de diciembre (ECLI:ES:APB:2017:12807).

España. Audiencia Provincial de Barcelona (Sección núm. 19). Sentencia núm. 122/2019 de 7 de marzo (ECLI:ES:APB:2019:1765).

España. Audiencia Provincial de León (Sección núm. 3). Sentencia núm. 98/2020 de 4 de marzo (ECLI: ES:APLE:2020:9).

España. Audiencia Provincial de Madrid (Sección núm. 17). Sentencia núm. 768/2009 de 17 de julio (ECLI:ES:APM:2009:8806).

España. Audiencia Provincial de Madrid (Sección núm. 14). Sentencia núm. 17/2016 de 22 de enero (ECLI: ES:APM:2016:1124).

España. Audiencia Provincial de Madrid (Sección núm. 9). Sentencia núm. 489/2015 de 20 de noviembre (ECLI: ES:APM:2015:17167).

España. Audiencia Provincial de Madrid (Sección núm. 11). Sentencia núm. 285/2015 de 30 de septiembre (ECLI:ES:APM:2015:13938).

España. Audiencia Provincial de Palma de Mallorca (Sección núm. 1). Sentencia núm. 13/2017 de 17 de febrero (ECLI: ES:APIB:2017:40).

España. Juzgado Central de Instrucción. Auto núm. 59/2012 de 11 de mayo (ECLI:ES:AN:2017:329A).

España. Juzgado de lo Penal de Madrid (Sección núm. 25). Sentencia núm. 84/2012 de 21 de febrero (ECLI:ES:JP:2012:142).

Resolución de 10 de noviembre de 2015, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (La Caixa) y a Caixabank, SA.

Resolución de 10 de noviembre de 2015, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones grave y muy grave impuestas a Pescanova, SA, y a su Presidente Ejecutivo, don Manuel Fernández de Sousa-Faro; y la sanción por infracción grave impuesta a ATL 12 Capital Inversiones, AV, SA.

Resolución de 27 de octubre de 2016, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción grave impuesta a Bankia, SA.