

LA PROHIBICIÓN DE LAS VENTAS EN CORTO Y EL  
IMPACTO DE LAS Q&A DE LA AUTORIDAD EUROPEA  
DE VALORES Y MERCADOS. COMENTARIO A LA SAN DE  
ESPAÑA 403/2020, DE 21 DE ENERO (ECLI:ES:AN:2020:403)

*THE PROHIBITION OF SHORT SALES AND THE IMPACT OF  
THE Q&A OF THE EUROPEAN STOCK MARKET AUTHORITY.  
COMMENT OF THE SPANISH SAN 43/2020, OF JANUARY 21  
(ECLI:ES:AN:2020:403)*

*Rev. Boliv. de Derecho N° 30, julio 2020, ISSN: 2070-8157, pp. 794-801*



Beatriz  
BELANDO  
GARÍN

**ARTÍCULO RECIBIDO:** 29 de abril de 2020

**ARTÍCULO APROBADO:** 28 de mayo de 2020

**RESUMEN:** La Sentencia de la Audiencia Nacional de 21 de enero de 2020 tiene como objeto una operación de ventas en corto que fue objeto de sanción por la CNMV. De la sentencia pueden extraerse problemas actuales: la importancia de los documentos emanados de la Autoridad Europea de Valores y Mercados que, no siendo textos normativos, facilitan la interpretación de las normas europeas; el valor probatorio de las actas de inspección en los procedimientos de inspección; o el peso de las advertencias en un procedimiento sancionador posterior.

**PALABRAS CLAVE:** Ventas en corto; procedimiento de inspección; preguntas y respuestas; Agencia Europea de Valores y Mercados; principio de culpabilidad.

**ABSTRACT:** *The Judgment of the National Court of January 21, 2020 aims at a short selling operation that was sanctioned by the CNMV. From the judgment current problems can be extracted: the importance of the documents emanating from the European Securities and Markets Authority that, not being normative texts, facilitate the interpretation of European Law; the value of the inspection records in the inspection procedures; or the weight of the warnings in a subsequent sanctioning procedure.*

**KEY WORDS:** *Short sellings; ESMA; inspection procedure; sanction procedure; administrative evidence.*

**SUMARIO.- I. LA OPERACIÓN DE FONDO: LAS VENTAS EN CORTO.- II. EL VALOR DE Q&A.- III. LA CONEXIÓN ENTRE LOS PROCEDIMIENTOS DE INSPECCIÓN Y LOS SANCIONADORES ADMINISTRATIVO.- IV. CONCLUSIÓN.**

---

## SUPUESTO DE HECHO

La Sentencia de la Audiencia Nacional de 21 de enero de 2020 origen de este comentario, tiene como objeto el recurso interpuesto por la entidad Auriga Global Investors Sociedad de Valores SA, contra la sanción impuesta por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) por la realización de ventas en corto descubiertas de acciones del Banco Santander, Fersa, Sacyr, Ezentis y Abengoa Clase B, entre los días 10 y 19 de noviembre de 2014. Dicha operación vulnera lo dispuesto en el art. 12 del Reglamento (UE) y es una conducta tipificada como infracción muy grave por el art. 107 quater del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, por lo que la empresa es sancionada con una multa de 100.000 euros. Como respuesta a esta sanción la recurrente centra el recurso en varias cuestiones. Por un lado, la vulneración del principio de tipicidad, al encontrarse la conducta delimitada en un documento que carece de naturaleza normativa, las Preguntas y Respuestas (Q&A) de la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Igualmente, considera la recurrente que la falta de afección al mercado de la operación, al haberse producido la operación intradía, no justifica la calificación de la conducta como muy grave.

Otro argumento utilizado en el recurso es la ausencia de culpabilidad al haberse realizado una interpretación razonable de la compleja normativa, alegato al que suma la falta de imparcialidad del informe de la Dirección General de Mercados, generado en el procedimiento de inspección y aportado posteriormente al procedimiento sancionador.

La sentencia desestima todos los argumentos y confirma la sanción de la CNMV.

• **Beatriz Belando Garín**

Profesora Titular de Derecho Administrativo de la Universitat de València desde 2008. Es autora de numerosas publicaciones sobre el régimen jurídico público del mercado de valores, la igualdad de género, y la mediación administrativa. Es igualmente responsable del grupo de investigación Mercado Financiero y Derecho del consumo-PIM (GIUV2018-414). Correo electrónico: Beatriz.Belando@uv.es.

## DOCTRINA JURISPRUDENCIAL

La doctrina que cabe extraer claramente de esta sentencia, es que al igual que otros documentos utilizados por la Autoridad Europea de Valores y Mercados, el más recientemente utilizado, las Preguntas y Respuestas (Q&A) no es un instrumento normativo. Su uso como criterio interpretativo del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores por la CNMV no lo convierte en una norma jurídica.

Igualmente, reitera la doctrina jurisprudencial sobre la admisión del valor probatorio de las actas de inspección en un procedimiento administrativo sancionador posterior, aunque esas mismas actas hayan dado lugar a la apertura de dicho procedimiento sancionador.

## COMENTARIO

### I. LA OPERACIÓN DE FONDO: LAS VENTAS EN CORTO.

Las ventas en corto son operaciones especulativas consistentes en vender acciones que no se poseen a precios superiores a los que posteriormente son adquiridas. Este tipo de operaciones especulativas fueron restringidas tras la crisis de 2008, y en concreto, en Europa su utilización se limitó con el Reglamento (UE) 236/2012, de 14 de marzo de 2012, que es objeto de debate en la sentencia (Esta operación es magníficamente explicada en el libro de MAYORGA TOLEDADO, M. C.: *Las ventas en corto de acciones en el sistema financiero*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2018, p. 26). Este Reglamento permite a las autoridades de supervisión nacionales prohibir estas operaciones en procesos de descensos rápidos de los precios de las acciones (En la actualidad la situación financiera creada por la pandemia del coronavirus ha dado lugar a su utilización por varios Estos miembros, entre otros, España. La CNMV, prohibió durante un mes las ventas en corto el 15 de marzo de 2020, situación que ha prorrogado durante un mes más por decisión del 15 de abril de 2020, [www.cnmv](http://www.cnmv), acceso, 20 de abril de 2020). Esta habilitación a la autoridad de cada Estado, está en cierta medida condicionada por las normas técnicas (*Binding technical standards*) previamente elaboradas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) aunque formalmente aprobadas por la Comisión, órgano con competencia normativa. Su aplicación práctica está, en cualquier caso, orientada por instrumentos diversos como las Preguntas y Respuestas (Q&A) que son las que se abordan en la sentencia.

### II. EL VALOR DE Q&A.

Las Preguntas y Respuestas (Q & A) son: “una respuesta, técnicamente informada, ágil que refleja la experiencia y la pericia de la autoridad competen”

(vid. MONOLEY, N.: *The Age of the ESMA: Governing EU Financial Markets*, Hart Publishing, Oxford, 2018, pp. 162-163). Estas Q&A son uno de los numerosos instrumentos jurídicos creados por la Agencia Europea de Valores y Mercados para dotar de seguridad jurídica a las Autoridades Nacionales de supervisión y a los operadores del sector en la aplicación de la compleja normativa europea del mercado de valores. La base jurídica para su emisión se encuentra en el art. 29 Reglamento 1095/2010, y con ello se logra la coordinación de los distintos Estados miembros en la aplicación de las Directivas sin una mayor cesión de competencias a las instituciones europeas. Sin embargo, estas Q&A no son normas jurídicas, sino uno de los numerosos ejemplos de *soft law* de los que se nutre el Derecho europeo del mercado de valores (ejemplos equivalentes son las opiniones, directrices, recomendaciones o las guías). Así lo ha recordado de forma clara la sentencia en su F.J. 7º: “Efectivamente el ESMA (European Securities and Markets Authority/Autoridad Europea de Valores y Mercados) carece de potestad reglamentaria para definir la correspondiente conducta que pueda ser constitutiva de infracción administrativa. La identificación del tipo sancionador se contiene en el Reglamento sobre ventas en corto 236/2012 y en el Reglamento de ejecución 827/2012 (artículo cinco y seis) que establece claramente cuáles son las condiciones para poder realizar esa operativa y conforme al art. 12.1.c) del Reglamento 236/2012 es necesario un pacto con un tercero en virtud del cual este ha confirmado que la acción ha sido localizada y ha adoptado medidas frente a otros terceros para garantizar una expectativa razonable que la liquidación podrá efectuarse en la fecha de vencimiento”.

En definitiva, la “ESMA no ha dictado ninguna norma, sino que ha elaborado un documento para garantizar la aplicación uniforme de la regulación, de las ventas en corto aportando respuestas sobre aspectos prácticos a preguntas del público, participantes del mercado y autoridades competentes y se ha limitado a señalar que una lista de valores disponibles no supone una localización de acciones, extremo sobre el que está de acuerdo el recurrente al señalar que no es suficiente una lista de valores fácilmente disponible para préstamo sino que es necesario una confirmación específica de la disponibilidad de ciertos valores”.

Curiosamente, sin embargo, el propio recurrente admite la admisión de la Q&A como criterio de interpretación del art. 12.1 del Reglamento sobre las ventas en corto, por lo que de forma indirecta reconoce el propio valor y sentido de estos documentos.

### III. LA CULPABILIDAD Y LA SEGURIDAD JURÍDICA.

Otra de las alegaciones del recurrente es la exclusión de culpabilidad al haber realizado una interpretación razonable de las operaciones objeto de sanción. En concreto, alega que las ventas en corto objeto del procedimiento administrativo

sancionador, no pueden ser constitutivas de sanción administrativa al no concurrir dolo y culpa, dado que la interpretación era razonable y razonada de la normativa (F.J. 9º).

Por el contrario, la Audiencia Nacional no admite tal alegación teniendo en cuenta que: “1) ha sido constante y público el criterio de la CNMV de considerar prohibidas las ventas de acciones descubiertas intradiarias. 2) la normativa aplicable a la fecha de los hechos era el Reglamento sobre ventas en corto UE 236/2012 (aplicable en España desde noviembre de 2012) y nada dice el artículo 12 acerca de la exclusión de las operaciones en corto intradía del cumplimiento de las condiciones para no considerar esa venta de valores en corto descubierta y refiriéndose expresamente el artículo 6 del Reglamento de ejecución 872/2012 a las ventas en corto intradiarias y 3) el recurrente había sido advertido expresamente con ocasión de Inspecciones del año 2009 y 2013 sobre existencia de irregularidades en relación a las ventas en corto intradía”.

Obviamente, la existencia de advertencias previas por parte de la CNMV sobre la irregularidad de esas conductas, eleva cualquier alegato de “interpretación razonable” buscada por la empresa, y es claramente descartada por la Audiencia Nacional. Estas “advertencias” son habituales en los procedimientos de inspección, e implican el descubrimiento de irregularidades que no llevan necesariamente aparejadas la inmediata apertura de un procedimiento sancionador, aunque la irregularidad y la correspondiente advertencia quedan por supuesto reflejadas en el informe de inspección. Obrante en la documentación de la CNMV, la existencia de estas advertencias previas, no es admisible el alegato de “razonabilidad de la interpretación” de la empresa.

#### **IV. LA CONEXIÓN ENTRE LOS PROCEDIMIENTOS DE INSPECCIÓN Y LOS SANCIONADORES ADMINISTRATIVOS.**

Una de las alegaciones de la recurrente especialmente interesante es la aportación en el procedimiento sancionador de un informe generado en el procedimiento administrativo de inspección. En concreto, la Dirección General de Mercados, elaboró un informe tras una inspección, tras la cual se activó la apertura del correspondiente procedimiento administrativo sancionador. Su informe es rechazado por la empresa al entender que no es un organismo técnico e imparcial y rechaza que su informe sea la base de la propuesta de sanción. Frente a este argumento la Audiencia, recuerda que: “no se aprecia irregularidad alguna, ya que lo que hace a solicitud del Instructor es por una parte verificar los hechos afirmados por la sociedad expedientada en su escrito de alegaciones al pliego de cargos (...). Es decir, se limita a actuar como órgano técnico en el marco de las facultades de investigación que le corresponde, sin que pueda considerarse que se le ha causado indefensión dado que ha podido presentar alegaciones” (F.J. 10º).

Hay que recordar que, en el mercado de valores, el art. 234.9 TRLMV otorga valor probatorio a lo declarado por “el personal autorizado de la CNMV”, constatado durante un procedimiento de inspección o durante la instrucción de un procedimiento sancionador. Esta genérica expresión pretende dar cobertura así a la actuación de personal externo de la CNMV cuya colaboración se haya solicitado, caso de los auditores externos, agentes colaboradores, etc. Esta ambigua redacción da cobertura de esta forma al personal de la CNMV, gran parte de los cuales no son funcionarios de carrera sino personal laboral, y también a los colaboradores a los que puntualmente haya solicitado asistencia la CNMV. El informe elaborado en esta fase de inspección puede ser aportado por la CNMV en el procedimiento sancionador “sin perjuicio de los derechos de los afectados”.

El alegato de falta de “imparcialidad y técnica” del recurrente carece por tanto de fundamento y es por tanto rechazado.

## V. CONCLUSIÓN.

La Sentencia de la Audiencia de 21 de enero de 2020 aborda cuestiones especialmente interesantes desde el punto jurídico público. La primera de ellas es la posición de la ESMA o Autoridad Europea de Valores y Mercados en nuestro ordenamiento jurídico. Siendo una Agencia encuadrada dentro de la nueva arquitectura financiera, la ESMA no posee potestad normativa, tal y como señala la propia Audiencia Nacional. Es cierto que sus instrumentos de *soft law* como las Preguntas y Respuestas (Q&A), son apreciadas por la CNMV y por los propios operadores jurídicos, que valoran la seguridad jurídica que otorgan en la aplicación de normas enormemente complejas, pero ello no desvirtúa la naturaleza de estas herramientas.

La segunda de ellas es la conexión entre el procedimiento de inspección y sanción. Es perfectamente posible y admisible, la aportación como prueba en el procedimiento sancionador del informe generado en un procedimiento de inspección. El valor probatorio de lo constatado en la fase de inspección persiste en la fase sancionadora.

