

**LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y LA RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA DE LOS ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS POR INFRACCIONES DE LA NORMATIVA DEL MERCADO DE VALORES**

ALEJANDRO FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO

*Abogado. Doctor en Derecho  
Departamento de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

---

III. RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA Y DERECHO SANCIONADOR EN LOS MERCADOS DE VALORES: ACOTACIONES GENERALES.

1. Derecho administrativo sancionador y mercado de valores.
2. Cuadro de infracciones y sanciones.
3. Procedimiento sancionador.

IV. LA RESPONSABILIDAD ESPECÍFICA DE LAS PERSONAS QUE OSTENTEN CARGOS DE ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN.

1. Sistema normativo: líneas generales del mismo.
2. Ámbito de aplicación.
  - 2.1. Requisitos objetivos.
    - 2.1.1. Personas que ejerzan cargos de "administración o dirección" en la infractora.
      - A) Administradores.
      - B) Directivos.
    - 2.1.2. Sanción conjunta de la persona jurídica.
    - 2.1.3. Tipificación de la sanción impuesta a la persona jurídica.
  - 2.2. Requisitos subjetivos.

V. FUNDAMENTO DE LA RESPONSABILIDAD CONJUNTA.

1. Eficacia de la sanción.
2. Relación de sujeción especial: las llamadas "sanciones de autoprotección".
3. Teoría del garante.
  - 3.1. Antecedentes: la doctrina de la "gatekeeper liability".
  - 3.2. Delimitación jurisprudencial.

VI. EL PROBLEMA DE LA IMPUTACIÓN POTESTATIVA DE RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS.

---

VII. RESPONSABILIDAD OBJETIVA Y PRINCIPIO DE CULPABILIDAD:  
CRITERIOS DE DETERMINACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD.

1. **Punto de partida: la inexcusable culpabilidad en el administrador.**
2. **Recepción del principio de culpabilidad en la jurisprudencia contencioso-administrativa sobre infracciones de la normativa del mercado de valores.**
3. **Categorías genéricas: notas en torno a la culpa o imprudencia y el dolo en el Derecho Administrativo sancionador.**
4. **El deber de diligencia.**
  - 4.1. Modelo de conducta: consideraciones generales.
  - 4.2. El deber de administrar.
  - 4.3. El deber de informarse.
  - 4.4. El deber de vigilancia.
  - 4.5. El deber de investigar.
  - 4.6. Conclusiones.
5. **El deber de lealtad o fidelidad.**
6. **Conclusiones.**

VIII. CAUSAS DE EXONERACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD.

1. **Fuerza mayor.**
2. **Inasistencia a los Consejos por causa justificada.**
3. **Imputabilidad exclusiva a Comisiones Ejecutivas, Consejeros-Delegados o Directores Generales y asimilados.**
4. **Realización de las actividades racionalmente posibles.**
5. **Error invencible.**

IX. CONCLUSIONES.

## I. INTRODUCCIÓN

El objeto de este estudio es analizar la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos de sociedades mercantiles por infracciones cometidas por estas de la normativa del mercado de valores; ello excluye del ámbito de consideración de este trabajo tanto el de su responsabilidad autónoma e independiente, como personas físicas, así como el de la responsabilidad de las personas jurídicas en tanto que tales.

Antes de abordar esta cuestión, nos ha parecido conveniente hacer un *excursus* sobre el concepto y sistema del Derecho del Mercado de Valores con una finalidad esencial: encuadrar el problema en su contexto normativo y determinar con ellos los bienes jurídicos que ha perseguido tutelar el legislador con la extensión de la responsabilidad administrativa a los administradores de las personas jurídicas sancionadas.

Una vez analizada esta cuestión, pasaremos a examinar las líneas generales del Derecho administrativo sancionador aplicado al Derecho del mercado de valores, con referencias a sus principios generales, el cuadro de infracciones y sanciones, así como las especialidades de su procedimiento.

El ámbito de aplicación de la responsabilidad específica de las personas que ostenten cargos de administración y dirección, con especial atención a los requisitos objetivos y subjetivos, será el siguiente de los aspectos que analizaremos.

El estudio de los problemas objeto del presente trabajo quedaría incompleto sin entrar a valorar los fundamentos de la responsabilidad de los administradores y directivos por las infracciones de las entidades a las que pertenecen.

A falta de una mayor claridad y precisión normativas, la imputación de responsabilidad a los administradores y directivos es, en gran medida, potestativa de la CNMV, a quien corresponde incoar los expedientes. Ello plantea la lógica inseguridad jurídica y un ámbito de discrecionalidad al órgano administrativo que no parece deseable, por lo que se trata de una cuestión que también abordaremos.

El principio de culpabilidad y los criterios de determinación de la responsabilidad constituyen uno de los principales aspectos del presente trabajo. Junto al estudio de la jurisprudencia general por la que se exige la concurrencia de culpabilidad en los administradores y directivos, analizaremos las categorías generales de culpa/imprudencia y del dolo, para pasar luego a su plasmación concreta: el estudio de las manifestaciones concretas de los deberes de diligencia y de lealtad en los administradores y, por extensión, en los directivos de las sociedades expedientadas.

Las causas de exoneración de la responsabilidad que puedan alegar los administradores y directivos serán asimismo objeto de nuestro estudio, cuestión ésta que reviste indudable interés.

A lo largo de este estudio, dedicaremos una especial atención al análisis de la jurisprudencia contencioso-administrativa recaída en los últimos años, así como a las interpretaciones administrativas dictadas por la CNMV. Con ello, y junto al análisis de los aspectos doctrinales y estrictamente teóricos, hemos pretendido dar al presente trabajo un contenido práctico.

Concluiremos el trabajo con un análisis crítico de dicha jurisprudencia, apuntando los principales problemas que a nuestro juicio se plantean en la actualidad.

## II. CONCEPTO Y SISTEMA DEL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

### 1. Introducción

La protección del inversor y los diferentes problemas que la misma plantea se han convertido durante estos últimos años en nuestro país en un tema recurrente y de enorme actualidad, tanto a nivel jurídico como financiero. En un plano práctico, este interés va en ocasiones ligado a escándalos financieros, fraudes generalizados y grandes procedimientos concursales que llegan a afectar a un número tan considerable de personas o generan tal alarma social que lo que se percibe como una insuficiente protección a los inversores se convierte muchas veces en un auténtico clamor popular<sup>(1)</sup>.

Los riesgos de diferente orden que conlleva una inversión en los mercados de valores mobiliarios son muchos, poniéndose ya de manifiesto desde la consolidación de la sociedad anónima en la época de la Revolución Industrial<sup>(2)</sup>.

(1) Así, por mencionar algunos ejemplos recientes vividos en nuestro país, están las crisis financieras y de orden concursal ligadas a los casos Banesto, Torras/Prima, PSV, Grand Tibidabo y Huarte. Para una interesante aproximación histórica a los escándalos financieros, puede verse VOLTES, *Escándalos financieros en la Historia*, Barcelona, 1997.

(2) Es ya un clásico el asunto de la "South Sea Company", conocido como el "South Sea Bubble" (1720), en el cual miles de inversores vieron sus ahorros volatilizarse en el mayor escándalo hasta entonces conocido; sobre este asunto, por todos pueden consultarse GOWER, *Principles of Modern Company Law*, 5ª ed., 1992, pp. 24 y ss. Más pintorescos resultan algunos de los ejemplos recogidos por LOSS que, por resultar especialmente ilustrativos, recogemos a continuación:

Estos riesgos se concretan en muy diferentes ámbitos, desde el intrínseco derivado de los derechos incorporados a inversiones en valores de renta fija o variable, pasando por las actuaciones irregulares mediante la oferta de productos en mercados extranjeros de futuros y opciones<sup>(3)</sup>, la gestión fraudulenta de los intermediarios de fondos de inversión, el tráfico de información privilegiada y la manipulación de los cambios por parte de iniciados, causando en ocasiones importantes perjuicios a los inversores. Con la extensión del círculo de inversores a un público cada vez más amplio dentro del fenómeno conocido como "democratización del capitalismo", la aparición de nuevos instrumentos de inversión y el desarrollo de nuevos procedimientos para la comercialización de los mismos<sup>(4)</sup>, la protección del inversor está cobrando una importancia e interés mayores, a la vez que una nueva dimensión que parece deseable abordar.

A pesar de que se haya llegado a afirmar que el principio de protección al inversor constituye el verdadero centro de gravedad del Derecho del mercado de valores<sup>(5)</sup>, pertenece a esas categorías cuya frecuencia de empleo y reiterada utilización no guarda relación alguna con la claridad de sus fundamentos teóri-

a) En el primero, se menciona el caso de un folleto de emisión que circuló por la Inglaterra de 1825 en el cual los promotores perseguían la obtención de capital para un proyecto de desecación del Mar Rojo al objeto de rescatar el oro y las joyas que los egipcios debieron dejar al ser sepultados por las aguas del mar en su persecución del pueblo judío.

b) En el segundo de ellos, se trataba de un procedimiento sancionador real iniciado por la SEC en 1959 [*SEC v. OTC Enterprises, Inc.*, SEC Lit. Rel. 1449, (W.D. Okla. 1959)] contra una compañía que pretendía recaudar fondos para la construcción de "platillos voladores" que le permitieran llegar a la Luna y regresar posteriormente a la Tierra en 8 días.

Vid. LOSS, "Der Schutz der Kapitalanleger", ZHR, vol. 129, 1967, pp. 197-198.

(3) Estas prácticas fraudulentas han llegado al punto de propiciar la publicación por la propia CNMV de una advertencia en los principales medios de prensa; vid. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Importante advertencia de la C.N.M.V. para la protección de los inversores*, Diario El País, 18-10-93, p. 44. En este contexto, reviste también interés la forma en que la prensa diaria se hace eco del problema; vid. Diario El País, *Duros a peseta - La proliferación de "chiringuitos" financieros, un campo abonado para el fraude a inversores incautos y ambiciosos*, 17-10-93, Supl. Negocios, p. 36. Resulta especialmente interesante ahora la página de "Advertencias al Público" en la web de la CNMV, que se hace al amparo del artículo 64.7.d) LMV y que identifica de modo específico algunos de los "chiringuitos" que han sido detectados en el mercado. Vid. <http://www.cnmv.es/advertencias/indice.htm>.

(4) Así, comienzan a ser cada vez más frecuentes las ofertas de "productos financieros" mediante visitas a domicilio o, en la tradición norteamericana de los *boiler-rooms*, con campañas de intensivo acoso telefónico a determinados colectivos laborales o profesionales. En España, ello fue inicialmente llamativo con productos relacionados con seguros y fondos de pensiones, desarrollándose posteriormente a mediados/finales de la década de los 80 diferentes sistemas y procedimientos para captar los ahorros "fiscalmente opacos" del público.

(5) TAPIA HERMIDA, A.J., "Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores", RDBB, núm. 63, 1996, p. 562 (en adelante, "Las normas de protección...").

cos y conceptuales. <sup>(6)</sup> En efecto, tanto a lo largo de la Exposición de Motivos de la LMV como de su articulado pueden encontrarse repetidas alusiones a la protección al inversor y a sus intereses sin que realmente exista la menor alusión a cuáles son los fundamentos para ello, ni a qué deba entenderse por inversor. Lo mismo puede decirse de otros textos legales de nuestro ordenamiento positivo <sup>(7)</sup>. Ello se debe quizás a que se trata de un concepto que no surge de una forma directa, como consecuencia de una reflexión conceptual y dogmática previa, sino de forma inducida, como resultado de la aparición de determinados problemas de orden práctico que demandaban urgente solución <sup>(8)</sup>. En cualquier caso, tanto por la profusión en su empleo como por la polivalencia del mismo, se ha convertido de hecho en un auténtico "cajón de sastre" que se emplea para fundamentar una constante marea no sólo de contribuciones periodísticas y libros del género político-financiero sino, lo que es más importante, cualquier actuación administrativa, así como iniciativas legislativas de todo orden.

## 2. Del Derecho de sociedades y el Derecho bursátil al Derecho del mercado de valores

El título con el que iniciamos este apartado refleja mejor que ninguno el proceso histórico gradual que ha culminado en la consagración del Derecho del mercado de valores como una nueva categoría sistemática de nuestro ordenamiento <sup>(9)</sup>.

<sup>(6)</sup> ASSMANN, "Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes". ZBB, 1989, pp. 49 y ss.

<sup>(7)</sup> En este sentido, y a título puramente ejemplificativo, nos remitimos tanto a las referencias existentes en los artículos 12.2 y 15.2 del RD 726/89, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza colectiva, como a las existentes en el RD 629/93, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, para el cual la protección de los inversores constituye un principio rector.

<sup>(8)</sup> CACHÓN BLANCO. "El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios: aspectos teóricos y prácticos". RDBB, vol. 55, 1994, p. 637.

<sup>(9)</sup> Se trata del título del célebre trabajo de HOPT. "Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?". (II), ZHR, vol. 141, 1977, pp. 389 y ss. El proceso que dicho título pretende reflejar ha sido posteriormente recogido por otros autores que se han aproximado al concepto y contenido del Derecho del mercado de valores; vid. ASSMANN, "Kapitalmarktrecht-Zur Formation eines Rechtsgebietes in der vierzigjährigen Rechtsentwicklung der Bundesrepublik Deutschland", en AA.VV., *40 Jahre Bundesrepublik Deutschland, 40 Jahre Rechtsentwicklung*, (Hrsg. K.W. Nörr), Tübingen, 1991, pp. 251 y ss.; "Kapitalmarkt, Kapitalmarktrecht, Kapitalanlagerecht. Eine problemorientierte Einführung", en AA.VV., *Handbuch des Kapitalanlagerechts* (Eds. H.D. Assmann - R. Schütze), Munich, 1990, pp. 10 y ss.

Las causas profundas de este desarrollo son complejas pero, brevemente, entendemos que pueden reconducirse a los fenómenos siguientes. Ante todo, las economías europeas de mediados/finales de la década de los 60 empiezan a recoger los frutos de una gran expansión económica que culminaría un largo proceso de recuperación desde la Segunda Guerra Mundial. En gran medida, este fenómeno se produce en paralelo en nuestro país. Con ello, el ahorro o renta excedentaria de los ciudadanos busca nuevas fórmulas de optimizar la rentabilidad, movilizándose desde diferentes instrumentos de pasivo bancario a los mercados de capitales. Con ello comienzan a desarrollarse unos mercados secundarios paralelos al mercado bursátil (*grauer Kapitalmarkt, mercato alternativo*), ajenos a toda regulación y control, donde se producen importantes casos de fraude. Algo más tarde, empiezan a proliferar nuevos instrumentos financieros, frecuentemente atípicos, incorporados a valores negociables (v.gr., participaciones en fondos de inversión, pagarés de empresa, etc.), que confieren un estatuto jurídico incierto a sus tenedores. En ocasiones, los emisores suelen estar domiciliados en otros Estados por lo que el seguimiento y control por el inversor del destino de los fondos se hace impracticable<sup>(10)</sup>. Finalmente, las necesidades de financiar la expansión internacional y el creciente proceso de desintermediación del ahorro provocó un abandono gradual por parte de las grandes empresas de las fórmulas de financiación bancaria para acudir directamente a los mercados de capitales en busca de los recursos necesarios.

Ante esta nueva situación, el Ordenamiento Jurídico ponía de manifiesto sus agudas carencias.

Por una parte, el Derecho de sociedades no podía dejar de ser lo que es: un conjunto de normas esencialmente organizativas y dirigidas a regular las relaciones de los socios entre sí y con la sociedad, así como de ésta con terceros<sup>(11)</sup>. Algunas de las lagunas más llamativas son las siguientes. En primer lugar, escapan de su órbita la comercialización de todos aquellos valores negociables "atípicos", así como los valores extranjeros. Asimismo, el Derecho de sociedades es ajeno a toda regulación del mercado secundario, y a las implicaciones de

(10) Alcanzó una gran repercusión a principios de la década de los 70 el hundimiento de la IOS (International Overseas Service), un gran fraude internacional montado a base de una técnica agresiva de marketing de participaciones en fondos internacionales y liderada por el tristemente célebre Bernie Cornfeld. Sobre este particular, puede consultarse la obra de RAW, PAGE & HODGSON, *Do you sincerely want to be rich? The full story of Bernard Cornfeld and IOS: an international swindle*, Worcester/Londres, 1971.

(11) En nuestro país, SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones de Derecho Mercantil*, tomo I, 20ª ed., Madrid, 1997, cap. XIV; GIRÓN TENA, *Derecho de Sociedades*, Madrid, 1976. En el mismo sentido, HOPT, "Vom Aktien-und Börsenrecht...", cit., p. 390; SCHWARK, "Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht", en AA.VV., *Festschrift für W. Stimpel zum 68 Gstag.* (Eds. Lutter-Mertens-Ulmer), Berlín, 1985, p. 1090.

los cambios de control en el seno de las sociedades. Por último, y salvo en los casos de fundación sucesiva, la normativa societaria sobre obligaciones de información y folletos en los casos de apelación pública al ahorro era manifiestamente insuficiente.

Por su parte, el Derecho bursátil tiene por objeto la regulación de los requisitos técnico-jurídicos para la admisión a negociación oficial de valores, así como la Bolsa en cuanto lugar de contratación<sup>(12)</sup> y los diferentes negocios jurídicos que tienen lugar en el mismo, v.gr. los contratos bursátiles<sup>(13)</sup>. Sus lagunas eran también evidentes<sup>(14)</sup>. Apenas se recogían normas de conducta del mercado y para los intermediarios. Asimismo, aunque la normativa sobre información para la admisión a negociación oficial de valores era relativamente completa, las exigencias y seguimiento en materia de información periódica y puntual de las emisoras tenía importantes carencias. Por último, había una ausencia total de normas de responsabilidad por el contenido del folleto informativo y restante información pública.

A estas carencias viene a añadirse el auge progresivo de las instituciones de inversión colectiva a finales de los 70 y principios de los 80 en las que se plantean igualmente serios problemas de protección de los partícipes, que ni la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, ni el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, llegan a solventar<sup>(15)</sup>.

A partir de aquí, comienza a hablarse del Derecho del mercado de valores como objetivo o tarea pendiente de desarrollo<sup>(16)</sup>, si bien hay voces que apuntan a que la verdadera asignatura pendiente del ordenamiento jurídico es la protección del inversor<sup>(17)</sup>. Se trata de una nueva categoría del ordenamiento que en modo alguno agota el Derecho de sociedades y el Derecho bursátil sino que los

(12) Sobre la organización y regulación jurídica de las Bolsas de Comercio con anterioridad a la entrada en vigor de la LMV, por todos, ARIÑO ORTIZ & SALA ARQUER, *La Bolsa española: marco institucional*, Madrid, 1987.

(13) Sobre los contratos bursátiles, por todos, RUIZ CABRERO, *Los contratos bursátiles*, Madrid, 1987.

(14) HOPT, "Vom Aktien-und Börsenrecht...", cit., pp. 396-397.

(15) Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, "Para una catálogo de problemas mayores en materia de protección de los partícipes de un fondo de inversión", en AA.VV., *La protección de los partícipes de los fondos de inversión*, Madrid, 1997, pp. 9 y ss.

(16) V.gr., KOHL & WALZ, "Kapitalmarktrecht als Aufgabe", AG, 1977, pp. 29 y ss.; KÜBLER, "Transparenz am Kapitalmarkt", AG, 1977, pp. 85 y ss.

(17) Vid. PELTZER, "Anlegerschutz als Aufgabe für den Gesetzgeber", NJW, 1976, pp. 1615 y ss.

completa y desarrolla, representando simultáneamente un giro de tendencia <sup>(18)</sup>. Frente a las categorías normativas anteriores desde las cuales venían abordándose dichas cuestiones, este nuevo Derecho surge como un conjunto heterogéneo de normas y principios que centra su atención en los mercados de valores, en la comercialización y negociación pública de valores en los mismos, en el estatuto de quienes intermedian en la comercialización y en una debida protección al inversor.

Para esta nueva categoría de nuestro ordenamiento, el inversor pierde su trascendencia como accionista o como parte en un contrato bursátil para pasar a adquirir un papel institucional central como oferente de capitales cuya posición debe ser tutelada si pretende lograrse un funcionamiento eficiente de los mercados de valores.

### 3. Aproximación al concepto y contenido del Derecho del mercado de valores

En el Derecho del mercado de valores concurren normas de distinta naturaleza provenientes del Derecho público y del Derecho privado, que han de ser adscritas a las diferentes ramas en que se configura tradicionalmente nuestro ordenamiento jurídico (v.gr., Derecho mercantil, Derecho civil, Derecho constitucional, Derecho administrativo, etc.). Si bien las técnicas jurídicas empleadas son distintas, inciden todas ellas sobre una misma realidad económica, como es el mercado de valores, y comparten principios comunes <sup>(19)</sup>.

En cuanto al contenido de esta categoría, puede decirse que recoge el conjunto de normas que tienen por objeto el régimen jurídico de la apelación pública al ahorro, así como de los valores objeto de comercialización, tanto en el mercado primario como en el secundario. También comprende el estatuto de las entidades y profesionales que intervienen en el mercado, como intermediarios entre oferentes y demandantes de capitales. Los instrumentos mediante los cuales se logra un eficaz funcionamiento y operativa de los mercados, particularmente desde el punto de vista de los mecanismos de compensación y liquidación, puede también incluirse dentro de esta categoría normativa. Asimismo, la

---

(18) Como ha puesto de manifiesto el Profesor Rojo Fdez-Río, la financiación de las empresas a través del mercado implica que aparezcan nuevas perspectivas además de las tradicionales del Derecho de sociedades y surgen así normas especiales que se establecen no por razón de la clase de empresa de que se trate sino, entre otras razones, por razón de la conducta de esta empresa en el mercado; la norma especial no atiende a lo que la sociedad es, sino a lo que la sociedad *hace* o pretende hacer. Vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, "La sociedad anónima como problema", RDM, vols. 187-188, 1988, p. 24.

(19) En este sentido, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., "El Derecho del mercado de capitales", RDBB, núm. 29, 1988, cit. p. 111.

supervisión de los mercados y de su funcionamiento por parte de uno o varios organismos competentes actúa como corolario institucional de dicha normativa, unido a la tipificación de las infracciones de la normativa y del poder sancionador. Finalmente, deben mencionarse las normas de conducta que garanticen una adecuada transparencia de los mercados, así como todas aquellas restantes disposiciones para la necesaria protección del inversor.

Todos estos aspectos están estrechamente ligados, y buena prueba de ello está en el carácter de la reforma de la normativa aplicable a estos mercados que, renunciando a respuestas parciales, viene adoptando fórmulas globales<sup>(20)</sup>.

De esta forma, mientras que la protección ofrecida por el Derecho de sociedades tiene una dimensión colectiva desde el momento en que la reparación que proporciona se extiende automáticamente a todos los socios, sin perjuicio de que existan derechos especiales de protección de la minoría, la protección del inversor tiene, además de su dimensión funcional de promoción de la eficiencia de los mercados de valores, una vertiente de tutela *uti singuli* de los derechos que han sido conculcados<sup>(21)</sup>. Por todo ello, como vimos anteriormente, la ordenación y disciplina de los mercados de valores pasa por tutelar adecuadamente la confianza y la información del inversor. De esta forma, tanto desde una perspectiva individual como funcional, la protección del inversor ocupa un lugar preponderante dentro de los principios que presiden la configuración sustantiva de este nuevo Derecho del mercado de valores.

Por ello, puede concluirse que el Derecho de la protección del inversor presenta una identidad sustancial con el Derecho del mercado de valores. A efectos puramente dialécticos, entendemos que puede argumentarse que es *Derecho de la protección del inversor el conjunto de normas y principios de nuestro ordenamiento que tienen como objetivo tutelar las legítimas expectativas y derechos de los inversores en valores mobiliarios negociables en mercados impersonales, dentro de la consecución de una eficiencia funcional de dichos mercados y del respeto a la libertad de actuación de los individuos en el marco de una economía de mercado, mediante la regulación de la apelación pública al ahorro y sus manifestaciones, la comercialización de dichos valores en los mercados primarios y secundarios, el estatuto de los intermediarios del merca-*

<sup>(20)</sup> Este es el caso de la mayoría de los países de nuestro entorno jurídico. En relación a España, puede verse VERDERA TUELLS, "Del tratamiento administrativo 'parcelado' a la reforma 'global' del Mercado de Valores", en AA.VV., *El nuevo Mercado de Valores* (Coord. E. Verdera), Madrid, 1993, pp. 11 y ss.

<sup>(21)</sup> ROSSI, "I mercati dell'investimento fra diritto ed economia", en AA.VV., *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari* (Ed. P. Auteri), Milán, 1991, pp. 139 y ss.

*do, el funcionamiento operativo de los mercados, la supervisión de los mismos, las normas de conducta y la sanción de las infracciones que puedan producirse.*

#### 4. El papel de las normas de conducta en el Derecho del mercado de valores

Dentro del marco general de las reformas de los mercados de valores que se han venido sucediendo en Europa desde principios de la década de los 80, las cuestiones relativas a la corrección y transparencia en la conducta de todos los que intervienen en los mercados ha adquirido una relevancia especial por su importancia a la hora de garantizar un correcto y armónico funcionamiento de los mismos.

Estas reformas han llevado aparejada una profunda modificación del estatuto jurídico de estos intermediarios que han pasado a ser entidades polifuncionales, en las cuales las situaciones de potencial conflicto de interés han aumentado considerablemente. De ahí que la importancia por establecer mecanismos que prescriban y garanticen unos niveles de corrección haya aumentado considerablemente. A ello debe añadirse que los parámetros clásicos de regulación de la actividad de los intermediarios se revelan ya insuficientes; así, los requisitos de profesionalidad, moralidad y corrección se verificaban como condiciones previas del acceso a la actividad pero no tanto como de un cumplimiento necesariamente continuado.

Como parece lógico, dentro de este cuerpo estructurado de normas de conducta han ido adquiriendo particular importancia las referidas a los intermediarios profesionales. En un plano general, y como pusiera de manifiesto la propia CNMV en uno de sus "Informes Anuales", lo cierto es que *"...la sujeción de los intermediarios del mercado de valores a las normas de conducta constituye, junto con su actuación en el marco de las normas prudenciales, el principal factor de seguridad y estabilidad del mercado para los inversores y el conjunto de la comunidad financiera..."* (22).

Las normas de conducta no tienen necesariamente por objeto actos concretos o negocios jurídicos individualmente considerados sino una actividad concreta derivada fundamentalmente de la emisión u oferta de valores, de su negociación o de la intermediación en la misma. En este sentido, algunas de las normas de conducta de mayor trascendencia se refieren precisamente a los intermediarios. Partiendo de la base de que la relación con los intermediarios especializados es para muchos inversores la única vía de acceso al mercado, así

---

(22) COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe Anual 1994*, Madrid, 1995, pp. 251-252.

como del hecho de la enorme confianza que depositan estos inversores en los citados intermediarios, se comprende bien la trascendental importancia que tienen las normas de conducta dirigidas a los mismos<sup>(23)</sup>; de ahí que nuestra doctrina haya acogido la entrada en vigor del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, como un texto de "enorme importancia"<sup>(24)</sup>.

Pues bien, desde el punto de vista de la técnica legislativa de tutela adoptada, las normas de conducta ponen de manifiesto una opción marcadamente diferenciada de las normas de validez. Mientras que estas últimas se centran en prescribir un determinado contenido o forma del negocio jurídico en cuestión, predicando la nulidad de las disposiciones contrarias a las mismas y estipulando su integración automática en el intercambio contractual, las normas de conducta persiguen garantizar el desarrollo de una determinada actividad. Esta actividad se concreta en la imposición de obligaciones puntuales que son plenamente exigibles por el sujeto a cuyo favor se establecen y persiguen alcanzar una determinada finalidad, cuya ausencia o inobservancia no da lugar a la nulidad del negocio sino a la responsabilidad administrativa del sujeto obligado<sup>(25)</sup>.

(23) VALENZUELA GARACH, cit., p. 260. Resulta especialmente ilustrativo, en este sentido, un párrafo de un reciente "Informe Anual" de la CNMV, en el que se afirma:

*"Estas especiales características otorgan una importancia especial a la calidad, veracidad, oportunidad y suficiencia de la información que, en este caso, debe ser suministrada por quien crea el producto. Además, llevan de una forma natural a la existencia de unos profesionales de la intermediación que en otros ámbitos de la actividad económica acaso no serían tan necesarios. Si la calidad de la información poseída determina en buena medida los precios formados en el mercado, en los que también puede influir la actuación de los intermediarios, y dichos precios son los que dirigen la asignación de los recursos disponibles, se comprende que la eficiencia y la equidad de tal asignación requieran prestar una atención especial, tanto a la forma en que la información llega a sus potenciales destinatarios, como a los criterios y normas aplicados a los intermediarios. Por tratarse de materias de interés general, es necesaria una labor de vigilancia muy estricta que garantice a los inversores que el producto reúne las características declaradas y que los intermediarios cumplen su función de acuerdo con lo que se espera de ellos."*

En COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe Anual 1992*, Madrid, 1993, pp. 201-202. La cursiva es nuestra.

(24) TAPIA HERMIDA, A., "Las normas de actuación en los mercados de valores", RDBB, núm. 50, 1993, p. 316.

(25) DI MAJO, "La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare", BBTC, 1993, pp. 290-291 también publicado en AA.VV., *L'intermediazione mobiliare - Studi in memoria di Aldo Maisano* (Coord. S. Mazzamuto y G. Terranova), Nápoles, 1993, pp. 1 y ss.

Como veremos a lo largo de este trabajo, junto a la infracción de normas de supervisión prudencial<sup>(26)</sup>, la responsabilidad administrativa cobra especial trascendencia en el contexto de la infracción de las normas de conducta, que trasladan a los administradores y directivos de emisores e intermediarios autorizados especiales obligaciones de diligencia profesional.

##### **5. Trascendencia de la responsabilidad administrativa por infracciones de las normas de ordenación y disciplina en el sistema del Derecho del mercado de valores**

Con absoluta independencia del tipo de infracción de la legislación de los mercados de valores que hubiera podido producirse, deben distinguirse dos tipos de consecuencias fundamentales derivadas de la misma.

Por una parte, debe tenerse en cuenta que cualquier actuación contraria a la normativa vigente puede desencadenar los consiguientes efectos perjudiciales para determinadas personas o entidades, pudiendo incluso desembocar en daños patrimoniales de una considerable entidad. Se trata de la *dimensión individual* de la infracción que demanda una respuesta. De nulo o escaso consuelo sirve al inversor perjudicado el que las autoridades administrativas o los tribunales ordinarios sancionen o penalicen al emisor, a sus administradores y ejecutivos o a los intermediarios si la inversión realizada se ha perdido total o parcialmente como consecuencia de una conducta contraria a la legalidad.

Por otra parte, "las infracciones en los mercados de valores tienen *efectos mucho más importantes y peligrosos* por cuanto pueden suponer una quiebra de la confianza de los usuarios en un sector en el que, precisamente, la credibilidad institucional es el elemento clave que posibilita el desarrollo ordenado de la actividad"<sup>(27)</sup>. En este sentido, la actuación sancionadora del organismo de

---

(26) Junto a la llamada *supervisión de conducta*, tenemos la llamada *supervisión prudencial* que pasa por la verificación del cumplimiento de determinados requisitos legalmente establecidos y relativos a las formalidades de constitución, incompatibilidades, actividades permitidas, cumplimiento de coeficientes de solvencia y liquidez, así como límites de concentración de riesgos. También se incluyen dentro de las normas de supervisión prudencial aquellas relativas a la capacitación y honorabilidad de los administradores y ejecutivos de los intermediarios. En definitiva, la supervisión prudencial se dirige a regular las condiciones de acceso y mantenimiento en la actividad de intermediación de los sujetos, centrándose en normas de carácter estructural, patrimonial y personal. Sobre el concepto de supervisión prudencial y sus orígenes, puede verse FERRARINI, "Introduction", en AA.VV., *Prudential regulation of banks and securities firms: European and international aspects* (Ed. G. Ferrarini), La Haya/Londres/Boston, 1995, p. 4.

(27) COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe Anual 1992*, Madrid, 1993, p. 253. La cursiva es nuestra.

supervisión tendrá también un efecto disuasorio, reforzando la fiabilidad de los mercados como una manifestación misma de la protección al inversor. En este caso, se trata de la *dimensión colectiva o sistémica* de la infracción. Quiere esto decir que existe un importante interés público que merece ser objeto de tutela, sancionando o penalizando aquellas conductas que resulten contrarias a las obligaciones de información y normas de conducta o solvencia, y que originen un perjuicio tanto al mercado como a los inversores.

Frente a estas graves consecuencias, y con independencia de las consecuencias de orden civil y penal que no son objeto del presente estudio, nuestro Ordenamiento Jurídico ha reaccionado estableciendo un elaborado sistema de responsabilidad administrativa que pasamos a examinar.

### III. RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA Y DERECHO SANCIONADOR EN LOS MERCADOS DE VALORES: ACOTACIONES GENERALES

Como es sabido, el artículo 25 de nuestra Constitución establece una dualidad de sistemas represivos puesto que, junto al sistema penal, recoge un sistema sancionador por acciones u omisiones que constituyan infracciones administrativas en el momento de producirse. No existen realmente criterios objetivos que delimiten cuándo procede aplicar el *ius puniendi* de la Administración o el que corresponde a los tribunales de justicia en el ámbito penal. Junto a las razones de carácter histórico, GARCÍA DE ENTERRÍA y T.R. FERNÁNDEZ han destacado otras tres razones circunstanciales<sup>(28)</sup>. En primer lugar, se ha producido un proceso llamado de "despenalización", que ha venido a trasladar desde los jueces penales al ámbito administrativo determinados delitos considerados menores, aunque con nueva sumisión a una instancia jurisdiccional si el infractor discrepa. En segundo lugar, y recogiendo la influencia de ordenamientos extranjeros, se han creado unas Administraciones independientes o Comisiones, dotadas de poder sancionador, a las que se ha encomendado el control de determinadas áreas como son la libre competencia y el mercado de valores y, ahora también, las telecomunicaciones. Finalmente, la descentralización política en España ha creado nuevos centros de poder sancionador.

A pesar de todo, no parece haber mayor base para distinguir por su naturaleza entre sanciones administrativas y penas. Por el contrario, en cuanto a sus fines, sí pueden distinguirse por su finalidad; así, mientras que, por mandato

---

(28) GARCÍA DE ENTERRÍA & FERNÁNDEZ, *Curso de Derecho Administrativo*, vol. II, Madrid, 1993, 4ª ed., pp. 165 y ss.

constitucional, las penas estarán orientadas hacia la reeducación y la reinserción social (artículo 25.3 CE), las sanciones administrativas tienen una finalidad represiva más pragmática<sup>(29)</sup>.

### 1. Derecho administrativo sancionador y mercado de valores

El punto de partida de nuestra reflexión viene dado por el artículo 95 LMV que establece que la infracción de las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores dará lugar a responsabilidad administrativa sancionable de conformidad con lo dispuesto en el Capítulo II del Título VIII.

La expresión legal "normas de ordenación y disciplina del mercado de valores" se ha definido por el propio párrafo tercero del artículo 95 de la forma siguiente: "las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el núm. 1 del artículo 84 de esta Ley o la actividad relacionada con el mercado de valores de las personas o entidades a que se refiere el núm. 2 del mismo y que sean de obligada observancia para las mismas. Entre las citadas disposiciones se entenderán comprendidas las disposiciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores previstas en el artículo 15 de esta Ley".

Sobre la base de ese precepto, puede apreciarse cómo las normas de ordenación y disciplina se construyen sobre la base de un doble criterio. Por una parte, existe un criterio *subjetivo*, que diseña el ámbito de aplicación de estas normas por referencia a un tipo de entidades o de personas. Por otra parte, se emplea un criterio *objetivo* para abarcar determinadas actividades o conductas de obligada observancia. Como veremos más adelante, en la redacción inicial de la LMV quedaron algunos huecos que dieron lugar a que el sistema no fuera perfectamente estanco; este era el caso de los administradores y directivos de personas jurídicas no sometidas a una relación de sujeción especial. Este problema ha quedado subsanado con la nueva redacción dada a los artículos 105 y 106 LMV por parte de la Ley 3/1994, de 14 de abril<sup>(30)</sup>.

Pero si ordenar es ante todo prevenir, debe recordarse que "la eficacia de las normas depende de la existencia de unas facultades coercitivas suficientes en manos de las autoridades supervisoras de las entidades financieras, cuyo desarrollo, a través de un régimen adecuado de sanciones administrativas, debe

---

(29) Vid. nota 29.

(30) Vid. MAYOR MENÉNDEZ, "Sobre la responsabilidad conjunta de las personas jurídicas y sus administradores en el Derecho administrativo sancionador (especial referencia al mercado de valores)", REDA, núm. 87, 1995, pp. 149 y ss.

cerrar el sistema regulador”<sup>(31)</sup>. Quiere esto decir que la responsabilidad administrativa que se concreta mediante un régimen de infracciones y sanciones opera como “cierre del sistema” (T.R. FERNÁNDEZ)<sup>(32)</sup>.

Para poder entender este sistema hay que partir de la singularidad del Derecho del Mercado de Valores como ordenamiento sectorial, en cuyo vértice se encuentra la CNMV. Por ello, la responsabilidad administrativa desempeña también un papel de protección del colectivo, de la industria frente a las irregularidades de cualesquiera de sus miembros: es el componente de “autoprotección”. Esta naturaleza disciplinaria dota al régimen sancionador diseñado por la CNMV de una cierta particularidad<sup>(33)</sup>.

Por último, debe hacerse hincapié en el sistema de doble responsabilidad administrativa, de las entidades de valores en cuanto tales y de las personas que ostentan cargos de administración y dirección en las mismas, que es precisamente el tema en el que centraremos el presente estudio.

## 2. Cuadro de infracciones y sanciones

En cuanto a las infracciones propiamente dichas, y junto a la clasificación que hacen los artículos 99 a 101 LMV entre muy graves, graves y leves, debe destacarse la sistematización apuntada por la doctrina administrativista entre otros tres diferentes grupos en función de la finalidad que persiguen<sup>(34)</sup>. En primer lugar, pueden enumerarse aquellas infracciones que tienden a garantizar la aplicación del ordenamiento bursátil desde una perspectiva formal (v.gr., incumplimiento de requisitos técnicos y formales, realización de actos no permitidos, etc.). En segundo lugar, existe otro grupo de infracciones que tiene como finalidad primordial garantizar los pilares en que se asienta la concepción de un mercado de valores desarrollado y eficiente (v.gr., manipulación de los precios, actos fraudulentos y simulados, tráfico de información privilegiada,

(31) Exposición de Motivos de la Ley 26/1988, de 29 de julio de 1988, sobre Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito.

(32) Esta expresión era la utilizada para la responsabilidad administrativa de las entidades de crédito y sus gestores pero, por los evidentes paralelismos existentes, es aplicable al régimen sancionador previsto por la legislación del mercado de valores. Vid. T.R. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, “El ordenamiento crediticio y bancario español: reflexiones después de la crisis”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito* (Dir. T.R. Fernández), 2ª ed., Madrid, 1991, p. 22.

(33) En este sentido, FUERTES LÓPEZ, *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Madrid, 1994, pp. 270 y ss.

(34) FUERTES LÓPEZ. cit., pp. 280-281.

etc.). Finalmente, están aquellas infracciones que parecen defender las facultades de la Comisión y la eficacia de sus funciones (v.gr., obstrucción de la labor inspectora, negativa a contestar requerimientos, etc.).

Las sanciones que cabe imponer por infracciones de la normativa del mercado de valores se encuentran en los artículos 105 y ss. LMV, así como en el artículo 32.5 LIIC. Revisten una naturaleza muy variada, por lo que se encuentran desde sanciones de tipo admonitivo, pasando por las multas pecuniarias, las suspensiones o limitaciones de actividad, hasta la revocación de autorizaciones. Respecto de las personas físicas, debe añadirse la separación del cargo y la inhabilitación por un período de tiempo determinado.

Es de destacar, en primer lugar, que existen amplias facultades de apreciación y una notable discrecionalidad por parte de la CNMV. Siempre que el ejercicio de la potestad disciplinaria se produzca dentro del más escrupuloso respeto por las garantías constitucionales de los administrados, se nos antoja positivo que el organismo de supervisión disponga de cierta flexibilidad en este sentido al objeto de poder atajar las múltiples posibilidades en que puede tratar de conculcarse el ordenamiento del mercado de valores y la gravedad que algunas infracciones pueden llegar a alcanzar. En segundo lugar, existen determinadas sanciones, como las amonestaciones, que pueden tener consecuencias imprevisibles para la confianza de los inversores en una determinada entidad, pudiendo provocar una grave crisis de la entidad. Por último, existen infracciones respecto de las cuales no resulta siempre fácil acreditar la culpabilidad del autor, y se trata, sin embargo, de un elemento esencial, como tendremos ocasión de volver a ver más adelante<sup>(35)</sup>.

### 3. Procedimiento sancionador

Con la entrada en vigor de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, sobre Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y el Procedimiento Administrativo Común, donde se recogen unos principios generales en materia de potestad sancionadora, se ha hecho necesario adecuar el procedimiento sancionador a dichos principios.

Inicialmente, la LMV se remitía a lo dispuesto por la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención, que a su vez se remitía a la ya derogada Ley de Procedimiento Administrativo de 1958. En consecuencia, se hacía necesario dictar una norma cuyo objeto fuera regular detalladamente un procedi-

---

(35) Sobre este principio puede verse el trabajo de PALMA DEL TESO *El principio de culpabilidad en el Derecho administrativo sancionador*, Madrid, 1996.

miento sancionador específico para la disciplina de los mercados financieros, objetivo éste plasmado en el Real Decreto 2119/1993, de 3 de diciembre, sobre procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros.

Sin ánimo de profundizar aquí en el contenido de esta norma rituaría, baste señalar que, junto a las razones ya citadas, el titular de la potestad reglamentaria justifica las especialidades de dicha norma por "...la *complejidad* del sector financiero...", sin que se sepa demasiado lo que ha querido decir con ello. Parece que, según se desprende de la Exposición de Motivos, esta complejidad se ha venido a concretar por los plazos especiales dilatados dirigidos a permitir al instructor del expediente una perfecta determinación de los hechos que motivan la apertura del procedimiento<sup>(36)</sup>.

Por último, parece importante recordar la aplicabilidad de los principios jurídico-penales, así como la jurisprudencia del Tribunal Constitucional y del Tribunal Supremo desarrollando los mismos, a la esfera sancionadora administrativa en línea con la equiparación que formula el artículo 25 de la Constitución de los dos ámbitos represivos. Así, los principios de culpabilidad, de legalidad, de tipicidad, de proporcionalidad y el derecho a la presunción de inocencia encuentran una dimensión propia, que permite garantizar el debido cumplimiento de las leyes y la sanción de las infracciones en el marco del más absoluto respeto a los derechos y libertades fundamentales de los expedientados<sup>(37)</sup>. Ello ha llevado a que el Profesor GARCÍA DE ENTERRÍA afirmara que el Reglamento descrito contradice de manera frontal y directa el artículo 25 de la Constitución y que es, por tanto, nulo de pleno derecho<sup>(38)</sup>.

<sup>(36)</sup> Sobre esta norma reglamentaria pueden verse los trabajos de FUERTES LÓPEZ, "El Derecho sancionador en los mercados de valores: la eterna reforma", RDBB, núm. 73, 1999, pp. 115 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA, "La problemática puesta en práctica en aplicación de LRJPAC: el caso del Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, que aprueba el reglamento del procedimiento sancionador. Nulidad del Reglamento y desintegración general del nuevo sistema legal", REDA, núm. 80, 1993, pp. 657 y ss.

<sup>(37)</sup> SUAY RINCÓN, "Algunas consideraciones en torno a la aplicación de los principios de la responsabilidad personal (o por actos propios) y de culpabilidad en el Derecho sancionador (particular referencia al ordenamiento de crédito y del mercado de valores)", en AA.VV., *Estudios de Derecho bancario en homenaje a Evelio Verdera Tuells*, vol. III, Madrid, 1994, pp. 2591 y ss. Para una interesante perspectiva de la jurisprudencia de los tribunales contencioso-administrativos en el Derecho administrativo sancionador del mercado de valores, puede verse el trabajo de JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, G., "El derecho sancionador del mercado de valores en la jurisprudencia de los tribunales contencioso-administrativos", RDBB, núm. 65, 1997, pp. 149 y ss.

<sup>(38)</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, "La problemática...", cit. supra, pp. 660-661.

IV. LA RESPONSABILIDAD ESPECÍFICA DE LAS PERSONAS QUE OSTENTEN CARGOS DE ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN

1. Sistema normativo: líneas generales del mismo

El punto de partida del análisis normativo de la responsabilidad de las personas que ostentan cargos de administración y dirección por infracciones de la normativa del mercado de valores se encuentra necesariamente en los artículos 105 y 106 LMV que establecen lo siguiente:

*Artículo 105*

“Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones muy graves, cuando la infractora sea una persona jurídica podrá imponerse una de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma, sean responsables de la infracción:

- a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 50.000.000 de pesetas.
- b) Suspensión en el ejercicio del cargo por plazo no superior a tres años.
- c) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.
- d) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier entidad de las previstas en el número 1 del artículo 84 o en una entidad de crédito por plazo no superior a diez años.

Cuando se trate de la infracción prevista en el apartado o) del artículo 99, se impondrá, en todo caso, la sanción recogida en el apartado a) anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 5.000.000 de pesetas y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b), c) o d) del mismo precepto.”

*Artículo 106*

“Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones graves, cuando la infractora sea una persona jurídica podrá imponerse una de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma, sean responsables de la infracción:

- a) Amonestación pública, con publicación en el Boletín Oficial del Estado.
- b) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 25.000.000 de pesetas.
- c) Suspensión en el ejercicio del cargo por plazo no superior a 1 año."

Una vez reseñados estos preceptos fundamentales, pasaremos a analizar su ámbito de aplicación, sus similitudes y sus diferencias con sistemas afines de responsabilidad administrativa y los criterios para su aplicación.

## 2. Ámbito de aplicación

El ámbito de aplicación de los artículos 105 y 106 LMV viene determinado, a nuestro juicio, por la concurrencia de un doble conjunto de requisitos.

### 2.1. Requisitos objetivos

En un plano objetivo, son exigibles a nuestro juicio los requisitos siguientes:

#### 2.1.1. Personas que ejerzan cargos de "administración o dirección" en la infractora

En primer lugar, debe tratarse de personas que ejerzan cargos de "administración o dirección" en la infractora, expresión esta que debe ser convenientemente analizada. Su antecedente claro puede encontrarse en el artículo 1.4 LDIEC<sup>(39)</sup>; ahora bien, tal y como ha afirmado la Audiencia Nacional en Sentencia de 14 de mayo de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *CAB, S.A., S.V.B./Adolfo Pries Bertrán*, "...atendiendo la Sala a la remisión expresa del artículo 98 LMV a la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, sobre el ejercicio de la potestad

(39) Efectivamente, el artículo 1.4 LDIEC se refiere a "sus directores generales o asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que desarrollen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados del mismo". Ello ha llevado a un sector de nuestra doctrina a afirmar que "...lo que se ha producido es una extensión del concepto tradicional de 'administrador' para abarcar no sólo a quienes no lo son en sentido estricto, sino también a quienes, aun por título jurídico distinto, desarrollan funciones equiparables en alcance y contenido...". Vid. QUIJANO GONZÁLEZ, "Responsabilidad administrativa en la reciente legislación de crédito, seguro y mercado de valores: algunas cuestiones sustantivas", RDBB, núm. 34, 1989, pp. 304-305.

sancionadora de la CNMV, es preciso determinar las personas responsables por la comisión de infracciones muy graves, con arreglo al artículo 15 de la segunda ley citada (LDIEC), que en virtud del principio de especialidad, determina la responsabilidad de quienes formen parte de los órganos colegiados de administración...”.

Con carácter general, el artículo 95.2 LMV ha venido a establecer que “ostentan cargos de administración o dirección en las entidades a que se refiere el párrafo anterior, a los efectos de lo dispuesto en este Capítulo, sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, así como sus Directores Generales y asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que, de hecho o de derecho, desarrollen en la entidad funciones de alta dirección”. Esta definición precisa de algunos comentarios.

#### A) Administradores

En cuanto a las personas que ejerzan cargos de administración, no parece que deba haber ninguna duda: se aplica a quienes tengan la condición legal de administrador de conformidad con la legislación mercantil aplicable a la persona jurídica de que se trate<sup>(40)</sup>.

Esta condición será la relevante a efectos sancionadores siempre que coincida con la comisión de los hechos imputados. En la Sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de enero de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *GesMediterráneo*, y a pesar de tratarse de un expediente sancionador basado en la Ley y el Reglamento (Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre) de Instituciones de Inversión Colectiva, se manifestaba que “...la tardía dimisión de dos recurrentes, los Sres. C. y Ll., posterior a la datación de los hechos objeto de las actuaciones, no puede constituir motivo exculpatario a su favor...”. Otra cuestión bien distinta es que el administrador o directivo hubiera presentado su dimisión con anterioridad a los hechos objeto del expediente sancionador y dicha dimisión no se hubiera reflejado en el Registro Mercantil, ni comunicado a la CNMV. En este supuesto, y siempre y cuando el dimisionario pueda acreditar por cualquier medio admitido en Derecho dicha dimisión, la falta de constancia en los registros públicos correspondientes ni le es imputable, ni debe ser en consecuencia sancionado por unos hechos en los que no tuvo intervención alguna.

Ahora bien, como veremos a continuación, existen una serie de supuestos concretos en los que la respuesta no resulta necesariamente tan sencilla o requiere matizaciones.

---

<sup>(40)</sup> Sobre el concepto de “administrador” en nuestro Derecho, por todos, puede verse SÁNCHEZ CALERO, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, tomo IV *Administradores* (arts. 123-143), Madrid, 1994.

## a) Los administradores delegados.

La administración de una sociedad, sobre todo si es de gran envergadura, puede llegar a ser muy compleja. Esta circunstancia, junto a que el tráfico mercantil requiere que la toma de decisiones sea ágil, han llevado en la práctica a la multiplicación de la figura del administrador delegado<sup>(41)</sup>.

El Consejo de Administración es un órgano colegial que adopta decisiones en su seno previa deliberación de sus miembros; este proceso decisorio se ve retardado por el propio modo de funcionamiento del órgano. Para superar estas limitaciones derivadas de su propia naturaleza, los artículos 141 LSA y 124 RRM permiten la constitución de una Comisión ejecutiva o de uno o más consejeros delegados. Por ello, puede decirse que la delegación consiste esencialmente en la posibilidad de que el Consejo de administración permita a uno o a varios de sus miembros el ejercicio de atribuciones, que son específicas de aquél, sin necesidad de respetar pautas y formalidades entorpecedoras y dilatorias de la gestión social, de las que no puede prescindir el Consejo por su condición de órgano colegiado.

La delegación sólo podrá darse cuando así lo prevean los estatutos sociales o, en caso de silencio de éstos, si lo estima conveniente el Consejo de Administración (art. 141 LSA). Dicha delegación sólo podrá tener lugar en el caso de que se encomiende estatutariamente la administración a un Consejo, nunca si se opta por las otras modalidades de administración que ofrece el art. 124 RRM.

La delegación se efectuará siempre a alguno o algunos de los miembros del Consejo, de tal modo que el delegado habrá de poseer previamente la condición de consejero [arts. 141.1 LSA y 124.2.d) RRM] y, por tanto, la de administrador. La delegación de facultades puede ser permanente o transitoria. En el primero de los casos se exige el voto favorable de las dos terceras partes de los componentes del Consejo. En el segundo supuesto, ante el silencio del precepto, la doctrina ha entendido que basta con el simple acuerdo favorable adoptado por mayoría de los presentes.

Realizada la delegación, los consejeros tendrán una suma de facultades que, aunque pertenecen al Consejo en su conjunto, no corresponden a los restantes consejeros considerados individualmente. Ya que los mismos sólo podrían poseer las atribuciones delegadas en cuanto componentes del *collegium* y, en consecuencia, sin ninguna virtualidad ni concreción personal. El delegado es

---

(41) Sobre la figura del administrador delegado pueden consultarse los trabajos de CRISTÓBAL MONTES, *La administración delegada de la sociedad anónima*, Pamplona, 1977; IGLESIAS PRADA, *Administración y delegación de facultades en la sociedad anónima*, Madrid, 1971; RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*, Madrid, 1971.

un administrador, y, por tanto, continuará participando en las tareas del Consejo, respecto de las cuales será un simple miembro más de éste, pero al mismo tiempo tendrá un cometido diferente y propio, en cuya realización no podrán intervenir los otros administradores no delegados.

La doctrina ha puesto de manifiesto que este proceso, a la vez que inevitable y necesario, no está exento de riesgos y peligros frente a la sociedad: "la concentración del poder real del ente societario en una sola o en pocas personas lleva aneja la posibilidad de la desviación y abuso en el ejercicio del mismo, con daño del propio ente societario, que puede ver entregado su destino a ejecutivos poco escrupulosos..."<sup>(42)</sup>. No conviene olvidar que a pesar de la existencia de facultades indelegables queda un amplísimo margen para la delegación, ya que el art. 149.1 RRM establece que son susceptibles de delegación todas las facultades legal y estatutariamente delegables. De este modo, aun cuando el Consejo de Administración puede decidir si delega o no las facultades representativas, en el caso de que las delegue no puede restringirlas, siendo de aplicación el art. 129 LSA. Puede configurar la titularidad orgánica de la potestad representativa (por ejemplo, delegando en dos administradores mancomunados), pero no puede restringir el contenido del poder de representación más allá de los límites legales o estatutarios.

En consecuencia, a efectos sancionadores, la implicación de tener la condición de administrador delegado llevará lógicamente aparejado un mayor grado de exigencia y, por ende, de responsabilidad por la especial trascendencia del cargo y la presunción derivada del mismo de su implicación directa en todas las decisiones importantes de la sociedad. En la práctica, ello ha actuado como circunstancia agravante de la responsabilidad o, al menos, como circunstancia que ha impedido la moderación de la sanción en atención al principio de proporcionalidad.

b) Administradores no inscritos en el Registro Mercantil.

En el caso de ejercicio de funciones administrativas por administradores cuyo nombramiento no ha sido inscrito en el correspondiente Registro Mercantil sí podemos considerar a estas personas auténticos administradores de derecho. Ello porque los arts. 125 LSA y 58.4 LSRL condicionan la eficacia del nombramiento únicamente a la aceptación de éste, sin fijar requisito alguno de forma.

Ciertamente se impone la obligación de inscribir en el Registro Mercantil los nombramientos de los administradores, si bien la omisión de tal inscripción no hace ineficaz el nombramiento a efectos internos. Así lo puso de manifiesto la DGRN en su Resolución de 3 de marzo de 1986, al manifestar lo siguiente:

---

(42) CRISTÓBAL MONTES, cit. supra, p. 688.

“... Es obligatoria la inscripción en el Registro Mercantil del cargo de administrador, no siendo inscribibles los actos que pueda otorgar hasta tanto se verifique aquélla, quedando a salvo cuando se trate de actos internos de la sociedad, para los que *el nombramiento del administrador es eficaz desde su aceptación.*”

Se puede afirmar, pues, que la falta de inscripción registral afectará en todo caso a su eficacia, pero nunca a su validez.

Respecto de este problema de la falta de inscripción del nombramiento de administrador, la Sentencia del Tribunal Supremo de 17 de noviembre de 1998 (Ponente: O. González González) recaída en el asunto *C. Romero Gil-Delgado/ General de Mediación y Bolsa SVB* ha sido tajante en este punto al manifestar lo siguiente:

*“...no puede invocarse la falta de participación en los hechos por la circunstancia de no haberse inscrito su nombramiento en el Registro Mercantil, pues aceptado el cargo, al margen del problema jurídico acerca de la naturaleza de la inscripción, los hechos probados, que no han sido negados, dejan constancia de la actitud omisiva del recurrente y de su reflejo activo en sus informes al Consejo de Administración, lo que de suyo significaba que implícitamente reconocía su ejercicio y debía desarrollar sus funciones, datos de por sí suficientemente demostrativos de la culpabilidad que derivaba de la aplicación del artículo 15.2.b) LDIEC, por su cualidad de órgano ejecutor de las decisiones de la entidad, aun cuando faltara constancia formal de la inscripción registral...”*

A nuestro juicio, esta sentencia es suficientemente clara y contundente como para dejar resuelta esta cuestión.

c) Administradores de derecho de las personas jurídicas designadas administradoras de la sociedad fraudulentamente administrada.

Como es sabido, los administradores pueden ser personas físicas o jurídicas; así lo expresa el art. 125 LSA relativo a la aceptación e inscripción del nombramiento de los administradores al señalar que en el Registro Mercantil se hará constar sus nombres, apellidos y edad, si fueran personas físicas, o su denominación social, si fueran personas jurídicas. En estos casos, es decir, en los que el cargo de administrador corresponda a una persona jurídica, ésta actuará a través de su representante, y será éste, en virtud del carácter personal de la responsabilidad administrativa, quien deba responder en su caso como autor de la infracción de la normativa del mercado de valores en calidad de administrador de derecho, puesto que, al ser administrador de derecho de la persona jurídica que ostenta la condición de administradora, se puede afirmar que la

persona física, en tanto órgano social del ente moral, es en sí misma la propia persona jurídica. En otras palabras, cuando actúa la persona física administradora de derecho de la sociedad está actuando la propia sociedad y si ésta es por ley administradora de derecho, también lo son sus órganos, a saber, sus administradores de derecho. Ello no obstante, como ha señalado ALONSO UREBA, no debe impedir que se puedan imputar a la persona jurídica las consecuencias patrimoniales de la actuación de su representante en la sociedad perjudicada<sup>(43)</sup>.

d) Nombramiento de administradores que ejercen el cargo sin haberlo aceptado expresamente.

Estos supuestos han sido tratados por algunos autores como ejemplos de administración de hecho<sup>(44)</sup>. Tal argumentación se basa en que si para ser administrador de derecho es preciso el nombramiento y la aceptación del cargo, en ausencia de esta última no se posee tal cualidad. Sin embargo, nos inclinamos por que estamos en presencia de administradores de derecho pues, si bien es cierto que la ausencia de aceptación del nombramiento determina la inexistencia de la condición de administrador, no lo es menos que si la persona nombrada para tal cargo ejerce las funciones del mismo existirá, como mínimo, una aceptación tácita del cargo. Y en la medida en que ésta no está sujeta a requisito alguno de forma, resulta cuanto menos discutible que en tales supuestos no exista aceptación.

e) Ejercicio de funciones administrativas después de expirar el plazo de designación y hasta que se convoque o transcurra el plazo legal para convocarla.

Uno de los supuestos más problemáticos que se plantean en la práctica es, sin duda, el de aquellos administradores que continúan actuando en el tráfico después de transcurrido el plazo de duración en el cargo fijado en los estatutos sociales.

El cómputo del plazo de caducidad no se realiza desde la fecha del nombramiento hasta la fecha de expiración, sino de Junta a Junta. De este modo, aunque haya expirado el plazo para el que fue nombrado el administrador, no cesará automáticamente en el cargo, sino que continuará en sus funciones hasta que

---

(43) ALONSO UREBA, "Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores en una sociedad anónima", RDM, núm. 198, 1990, p. 655.

(44) SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *Los delitos societarios*, Pamplona, 1996, pág. 60-61; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, *La responsabilidad penal del administrador desleal y los delitos societarios*, Madrid, 1997, p. 115.

se reúna la próxima Junta general, ordinaria o extraordinaria (art. 145.1 RRM). Se pretende con ello garantizar la estabilidad y permanencia del órgano de administración, impidiendo la paralización de la propia sociedad. Así, cuando haya expirado el plazo para el que fueron nombrados los administradores, éstos continuarán en el cargo hasta la celebración de la próxima Junta General, y durante este tiempo serán administradores, pero no de hecho, sino de derecho, ya que tal previsión es normativa<sup>(45)</sup>.

f) Administradores incursos en prohibiciones legales (arts. 124 LSA y 58.3 LSRL).

La consideración como administradores de hecho o de derecho de las personas que ejercen el cargo estando incursas en alguna de las prohibiciones legales contempladas en los arts. 124 LSA y 58.3 LSRL es una cuestión controvertida.

Así, por una parte, algunos autores asimilan estos supuestos a los de administradores con designación inválida, de modo que el cumplimiento de una prohibición legal de carácter imperativo de ser administrador determina la consiguiente nulidad del nombramiento, por lo que, en consecuencia, no puede tratarse de administradores de derecho, sino, más propiamente, de hecho<sup>(46)</sup>.

Sin embargo, entiendo preferible la posición contraria, por la cual la proclamación de nulidad contenida en el art. 6.3 del Código Civil de los actos contrarios a normas prohibitivas, se efectúa "salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención". Esto es precisamente lo que ha hecho el art. 132.1 LSA —*Separación. Supuestos especiales*— para los supuestos ahora comentados, pues tal precepto contempla la destitución de los administradores incursos en tales prohibiciones, pero condicionándola a la petición de cualquier accionista. Con ello parece darse validez al carácter de auténticos administradores de estas personas. Así, el propio art. 132.1 LSA se refiere a "los administradores que...". Del mismo modo, al establecer la destitución del administrador se viene a reconocer su condición, pues sólo puede destituirse de un cargo a quien en derecho lo ostenta.

---

(45) Por todos, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, "El régimen de responsabilidad de los administradores en la Ley de Sociedades Anónimas: supuestos, principios y problemas", en *Boletín II. Coleg. Abogados Madrid*, núm. 5, 3ª época, 1997, p. 47.

(46) Por todos, QUIJANO GONZÁLEZ, *La responsabilidad civil de los administradores de la Sociedad Anónima*, Valladolid, 1985, pp. 351 y ss.

g) Administradores de hecho.

Debe hacerse referencia al concepto de “administrador de hecho”, figura esta que ha sido profusamente analizada por nuestra doctrina penalista a la hora de tratar del “actuar en lugar de otro”, hoy regulado por el artículo 31 del Código Penal<sup>(47)</sup>. Mientras que el Código Penal recoge la dualidad conceptual administrador de derecho/administrador de hecho, dando a ambos conceptos equivalencia normológica para los supuestos regulados en estas normas, la cuestión no es tan clara en el ámbito del Derecho Administrativo sancionador. Efectivamente, si bien el concepto de “administración fáctica” tiene un núcleo de significación reconducible a los supuestos del administrador cuyo nombramiento es ineficaz (v.gr., sociedad no inscrita, nombramiento no inscrito, nulidad civil del nombramiento, nulidad de la sociedad), la realidad económico-empresarial ofrece una rica constelación de casos donde los problemas de imputabilidad son ciertamente interesantes. Así, por ejemplo, la asunción de hecho de la actividad de administrador con el consentimiento de los socios o los supuestos en los que se utiliza la figura de un “testaferro” —quien, además de conducir fácticamente el desarrollo de los negocios de la empresa, tiene un dominio sobre el administrador de derecho— plantean interesantes cuestiones no exentas de complejidad. En términos generales, tratándose de un Derecho sancionador, el respeto por los principios de tipicidad y de legalidad, así como la prohibición de la interpretación analógica de los tipos sancionadores, nos lleva a concluir que no cabe extender la responsabilidad administrativa a los administradores de hecho de la persona jurídica sancionada. En la práctica, el problema resulta prácticamente académico por la dicción literal del propio artículo 95.2 LMV, donde se admite expresamente la responsabilidad del “directivo de hecho”, al incluir a aquellas personas que, de hecho o de derecho, desarrollen en la entidad funciones de alta dirección.

B) Directivos

Respecto de las personas que ejercitan “cargos de dirección”, la delimitación resulta ciertamente más compleja. Por una parte, la referencia realizada por el legislador en el artículo 95.2 LMV a la realización de funciones de “alta dirección” parecería dar a entender que se han pretendido equiparar con aquellos ejecutivos cuya relación laboral se rija por el Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, sobre relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección. Sin entrar a profundizar en las notas que tipifican este tipo de relaciones

---

(47) Por todos, GARCÍA CAVERO, *La responsabilidad penal del administrador de hecho de la empresa: criterios de imputación*, Barcelona, 1999.

laborales, cuestión que excede del objeto del presente estudio, esta equiparación parece excesivamente formalista y no tiene respaldo normativo alguno, como también sería formalista circunscribir la calificación de "Director General" únicamente a quien tenga dicha calificación en su tarjeta de visita de la empresa. En consecuencia, y sin que ello suponga hacer una indebida extensión analógica de una norma en el ámbito sancionador, somos de la opinión de que todas aquellas personas que, aun sin tener relación laboral con la persona jurídica sancionada<sup>(48)</sup>, ejerciten poderes generales inherentes a la titularidad jurídica de la empresa referidos al conjunto de su actividad, y actúen con autonomía y plena responsabilidad, únicamente limitados por las instrucciones y competencias directas del órgano de administración, podrán ser considerados como incluidos en el ámbito de aplicación de la norma analizada. Así lo entendió la Sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de marzo de 1994 (Ponente: A. Rolán Herrero) recaída en el asunto *E. Pastor/Eurocapital SVB*, quien tomó en cuenta que el expedientado era "Director General de Asesoría Legal y Fiscal", sin que la Sala diera crédito a las alegaciones de que se trataba de un "simple abogado sin formación financiera específica".

Existen pronunciamientos jurisprudenciales en materia de responsabilidad administrativa de administradores de entidades de crédito en los que se valora de modo especial esta cuestión. Así, la Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de noviembre de 1998 (Ponente: O. González)<sup>(49)</sup>, al abordar los argumentos exculpatorios del Vicepresidente de un banco consistentes en afirmar que era completamente ajeno a las funciones ejecutivas y que todas ellas recaían en el Presidente y el Director General, destaca que el expedientado tenía un contrato suscrito con la entidad bancaria de personal de alta dirección del Real Decreto 1382/1985. Por ello, tras analizar el contrato, rechaza que las funciones del Vicepresidente fueran meramente honoríficas, destacando su carácter claramente ejecutivo.

Más compleja se presenta la delimitación del concepto de "asimilados" a Directores Generales, especialmente de aquellos que "de hecho", desarrollen en la entidad funciones de alta dirección. En estos casos, parece inevitable acudir a un análisis puramente casuístico al objeto de poder determinar quién, *de facto*, ejercitaba en la persona jurídica sancionada determinadas funciones equiparables a las de un administrador o un directivo.

---

(48) Es cada vez más frecuente constatar cómo, por razones fiscales, los altos directivos suelen tener contratos mercantiles de arrendamiento de servicios con la sociedad, en donde el que figura como prestador de los servicios es frecuentemente una sociedad mercantil y ni siquiera el directivo.

(49) El Derecho, ref. 98/30321.

2.1.2. Sanción conjunta de la persona jurídica

El segundo de los requisitos objetivos es que la persona jurídica debe haber sido previamente objeto de sanción aunque la misma no se haya hecho efectiva debido a la aplicación, entre otras posibilidades, del artículo 98.6 LMV que contempla la posibilidad de que “el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, pueda condonar, total o parcialmente, o aplazar el pago de las multas impuestas a personas jurídicas cuando hayan pasado a estar controladas por otros accionistas después de cometerse la infracción, estén incurso en un procedimiento concursal, o se den otras circunstancias excepcionales que hagan que el cumplimiento de la sanción en sus propios términos atente contra la equidad o perjudique a los intereses generales”.

La jurisprudencia ha reiterado que esta responsabilidad no se configura de forma alternativa sino de forma acumulada, de tal suerte que debe apreciarse la existencia de culpabilidad en ambas<sup>(50)</sup>.

En este sentido, no parece haber cabida alguna para sancionar al administrador como tal cuando se sobresea el expediente sancionador a la persona jurídica. El tema se planteó por la Audiencia Nacional en Sentencia de 4 de marzo de 1994 (Pte. Requero Ibáñez) recaída en el asunto *J. Soto López-Dóriga/Banco Ibercorp*, cuyo fallo resulta ciertamente criticable. En este supuesto, la Sala interpretó el término “además” recogido por el artículo 12 LDIEC en relación con la aplicación del artículo 15 LDIEC<sup>(51)</sup>, lo que da a entender, como ya hemos visto, que la responsabilidad administrativa de la persona jurídica constituye un requisito previo inexcusable para poder sancionar a las personas jurídicas que ocuparen cargos de administración o dirección. Pues bien, a pesar de admitir que “...pudiera resultar chocante que se sobresea el expediente respecto del Banco (...) y no respecto de algunos miembros del Consejo de Administración, pero tal dato (...) no puede ni deber ser anulado por sobreseer el expediente respecto del Banco pues de haber ilegalidad en tal decisión implicaría anular el acto sólo en tal aspecto, manteniendo la declaración de responsabilidad y consiguiente sanción al demandante...”.

---

(50) Vid, por ejemplo, sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 10 de abril de 1995 (Ponente: B. Santillán Pedrosa) recaída en el asunto *Eurocapital SVB*; sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 11 de mayo de 1995 (Ponente: J.M. Massigoge Benegü) recaída en el asunto *Sistemas Financieros*.

(51) Esta expresión “además” es precisamente la que encabeza el tenor literal del artículo 105 LMV.

2.1.3. Tipificación de la sanción impuesta a la persona jurídica

Finalmente, se exige que la infracción cometida por la persona jurídica sea de naturaleza muy grave o grave, lo que excluye toda responsabilidad de sus administradores y directivos como consecuencia de la comisión de cualquiera de las infracciones leves tipificadas por el artículo 101 LMV.

2.2. Requisitos subjetivos.

No se extiende automáticamente la responsabilidad a todas las personas que ocuparan cargos de administración o dirección en la persona jurídica infractora sino únicamente a las "personas responsables" de la infracción. Esta noción de "responsabilidad" por la infracción es directamente reconducible al problema del principio de culpabilidad que, como tendremos ocasión de examinar a lo largo del presente trabajo, constituye precisamente uno de los problemas centrales relacionados con la responsabilidad de los administradores y directivos.

V. FUNDAMENTO DE LA RESPONSABILIDAD CONJUNTA

Inspirada en su redacción originaria en los principios que configuraron la Ley 26/1998 sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito (LDIEC), la LMV consideró originariamente como sujeto infractor por excelencia a las personas jurídicas y previó solamente en dos casos la sanción a las personas físicas: (i) cuando hubiesen actuado por cuenta propia; y (ii) excepcionalmente, cuando hubiese actuado por cuenta de una entidad supervisada, exigiéndose en este último caso la responsabilidad con carácter derivado de la que con carácter principal se derivaría frente a la persona jurídica. Posteriormente, a partir de la entrada en vigor de la normativa contenida en la Ley 3/1994, de 14 de abril, se modificó el esquema anterior de tal suerte que las personas físicas y jurídicas quedaron en posición de igualdad a los efectos de la aplicación del régimen sancionador.

Como ya hemos visto, ambas responsabilidades pueden exigirse en un mismo expediente sancionador y ello nos lleva a preguntarnos acerca de las razones que subyacen a esta extensión de responsabilidad a los administradores por las infracciones cometidas por las personas jurídicas de cuyo órgano de administración forman parte.

Con carácter preliminar, quizás deba precisarse que la cuestión no es ni mucho menos baladí toda vez que el establecimiento de un sistema de responsabilidad conjunta no tiene aparentemente excesivo encaje con los principios generales de nuestro Derecho punitivo y, especialmente, con el principio de personalidad de las penas, que exige la individualización de la sanción solamente en

las personas responsables. En este sentido, como cuestión de principio, solo cabe un infractor, que será la persona jurídica sancionada o sus administradores, pero no ambos a la vez. Quiere ello decir que si se admite un sistema de doble sanción, uno de los dos sancionados no estará respondiendo a título propio sino ajeno, con lo que quebraría el principio de personalidad de las penas. La solución propuesta por SUAY RINCÓN al abordar de los preceptos similares en la LDIEC permite, en alguna medida, salvar este problema; efectivamente, entiende el autor citado que la responsabilidad conjunta puede acordarse caso de que tantos unas como otras hayan faltado a sus respectivos deberes. En este caso, "la responsabilidad surge como consecuencia de actos propios y no ajenos, por lo que no se está respondiendo por los mismos hechos, sino por hechos que caen dentro de las respectiva esfera de deberes que incumben, de una parte, a la persona jurídica, y de otra, a las personas físicas"<sup>(52)</sup>.

Esta construcción ha sido plenamente respaldada por nuestra jurisprudencia. Así, la Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 11 de mayo de 1995 (Ponente: J.M. Massigoge Benegiu) recaída en el asunto *Sistemas Financieros*, afirmaba que "...lo realmente importante es que esta responsabilidad de las personas físicas y jurídicas no se configura de forma alternativa, sino de forma acumulada; de tal manera que esta responsabilidad conjunta sólo podrá acordarse cuando, tanto la persona jurídica como la persona física, haya faltado a sus respectivos deberes. Así, la norma lo que persigue es castigar tanto a la persona jurídica que indebidamente se ha beneficiado con la comisión de la infracción, como a la persona física que incumpliendo con sus deberes de actuación conforme a Derecho, la ha adoptado..."

Hechas estas precisiones y en términos generales, se han ofrecido los siguientes tipos de justificaciones para dicho sistema de responsabilidad conjunta<sup>(53)</sup>.

### 1. Eficacia de la sanción

La experiencia pasada en entidades de crédito puso de manifiesto que estructurar el sistema sobre la única base de sanciones de tipo institucional resultó ser frecuentemente inoperante. En alguno de sus Informes Anuales, la propia CNMV ya subrayó este problema, poniendo de manifiesto cómo muchas de las

---

(52) SUAY RINCÓN, "Artículo 12", en AA.VV., *Comentarios a Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito*, 2ª ed., (Dir. T.R. Fernández), Madrid, 1991, p. 66.

(53) Sobre este aspecto, pueden verse los trabajos de T.R. FERNÁNDEZ GARCÍA, cit., p. 22; SUAY RINCÓN, cit. supra, pp. 65-67; S. MARTÍN-RETORTILLO BAQUER, "Reflexiones sobre la Ley de Disciplina e Intervención Bancaria", RAP, vol. 118, 1989, pp. 20-23; FRANCHI SAGUER, *Intervención administrativa sobre Bancos y Cajas de Ahorros*, Madrid, 1992, p. 341.

irregularidades vienen frecuentemente provocadas por una previa situación de dificultad de la entidad infractora por lo que, con la respuesta represiva, se agrava aún más esta situación, pudiendo llegar a perjudicarse intereses de terceros (v.gr., acreedores, trabajadores). En segundo lugar, no debe olvidarse que son siempre personas físicas concretas las que, con su actuación, provocan la responsabilidad de las entidades. Este sistema ha sido criticado por la doctrina administrativista por ser contraproducente y no tener justificación alguna<sup>(54)</sup>. En definitiva, se ha buscado lograr una mayor eficacia del sistema, extendiendo directamente el cuadro sancionador a los administradores y directivos.

## 2. Relación de sujeción especial: las llamadas "sanciones de autoprotección"

La delimitación de las llamadas "relaciones de sujeción especial" ha sido objeto de pormenorizada atención por nuestra doctrina administrativista<sup>(55)</sup>. Se trata de una construcción que surge en la doctrina alemana como categoría que permite hablar de potestades administrativas ejercidas con una mayor intensidad dentro de un ámbito específico: funcionarios, reclusos y concesionarios. Pues bien, a este concepto se llega como consecuencia de la necesidad de encontrar un título que justifique la exorbitancia con que los poderes administrativos se manifiestan en determinados sectores, en buena medida debido a las propias deficiencias del ordenamiento<sup>(56)</sup>.

De la delimitación doctrinal y posteriormente jurisprudencial del concepto de "relaciones de especial sujeción", la propia jurisprudencia acuña el concepto de "sanciones de autoprotección". Así, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 1 de julio de 1985 alude a la necesidad de "distinguir en la dilatada y compleja gama de las sanciones administrativas aquellas que, por establecerse en relaciones generales de poder Administración-ciudadanos (...) de aquellas otras variadas en que las sanciones se producen como consecuencia de infracciones en ciertas relaciones especiales de poder propias de los ámbitos de autoprotección administrativa...". Tal distinción tiene, a juicio del Tribunal, una consecuencia ciertamente relevante en una cuestión tan capital para el Derecho sancionador y los principios constitucionales que deben informarlo, como es el del

(54) En este sentido, Fuertes López se ha pronunciado en contra de la acumulación de sanciones, favoreciendo la imposición a los administradores o directivos responsables y únicamente de modo subsidiario para la entidad. Vid. FUERTES LÓPEZ, *La Comisión Nacional...*, cit. supra, p. 279.

(55) GARCÍA MACHO, *Las relaciones de sujeción especial en la Constitución Española*, Madrid, 1992; MICHAVILA NÚÑEZ, "Las relaciones especiales de sujeción en el sector crediticio y Estado de Derecho", REDA, núm. 54, 1987, pp. 243 y ss.

(56) MICHAVILA NÚÑEZ, cit. supra, pp. 246-247.

alcance de la necesidad de cobertura legal impuesta por el artículo 25 CE. En este sentido, el Tribunal reconoce que para el primer tipo de sanciones “por evidente analogía con las sanciones penales” han de aplicarse unos “requisitos legales análogos a éstas como consecuencia de principios comunes al derecho sancionador general”. Sin embargo, para las denominadas sanciones de autoprotección, establece un criterio de enorme trascendencia según el cual aun “partiendo sin duda del principio de legalidad que exige que sea la ley quien otorgue autorización sancionatoria y determine sus principios generales (competencia, alcance, naturaleza y gravedad de las sanciones, v. gr.) permite también la delegación legislativa para la tipificación de las infracciones, la graduación de las sanciones, etc.”

En el mismo sentido, se pronuncia la Sentencia de la Audiencia Nacional de 13 de junio de 1986 donde se recoge que “cabe distinguir dos tipos diferentes de infracciones y sanciones administrativas, por una parte las llamadas ‘sanciones de protección del orden general o gubernativas’, y, por otra las denominadas ‘sanciones de autoprotección’ directamente derivadas de las aludidas ‘relaciones especiales de poder’. Así como respecto de las primeras —sanciones gubernativas—, es claro el paralelismo de exigencia normativa con los supuestos de infracciones penales, donde ha de exigirse la forma de ‘ley’, no ocurre otro tanto cuando se trata, como en el caso que ahora nos ocupa, de ‘sanciones de autoprotección’ directamente derivadas del incumplimiento de las ‘relaciones especiales de poder’ citadas; en efecto, aunque la regla general en materia sancionadora ha de ser la reserva de ley, las infracciones y sanciones de ‘autoprotección’, al no poder afectar tanto a los derechos y libertades de los ciudadanos en general como a situaciones nacidas de la ‘relación especial’ en la que se puede encontrar una persona con la Administración, ello abona la posibilidad de regulación reglamentaria de esta clase de infracciones y sanciones”.

Dejando al margen las serias dudas que plantea el empleo arbitrario por parte de la Administración del concepto de “relaciones de especial sujeción” en el ámbito sancionador, la calificación de “sanciones de autoprotección” realizada respecto de las sanciones administrativas del sector crediticio, así como la legitimidad de rebajar para este tipo de sanciones de autoprotección la exigencia constitucional del principio de legalidad que el artículo 25 de la Constitución impone en materia sancionadora<sup>(57)</sup>, lo cierto es que esta línea argumental ha sido recientemente acogida en el ámbito del Derecho sancionador del mercado de valores por la Sentencia de la Audiencia Nacional de 14 de febrero de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *R. Ruiz del Cueto/UGF* en

---

(57) Sobre este particular, pueden verse las interesantes reflexiones de GARCÍA MACHO, “Sanciones administrativas y relaciones de especial sujeción”, REDA, núm. 72, 1991, pp. 515 y ss.

la que se manifestaba que "...las relaciones de sujeción especial, entre las que se encuentra la ahora enjuiciada, (...) tienen una disciplina y vigilancia más rigurosa que las de carácter ordinario, al concurrir un conjunto de intereses sociales y económicos que precisan de una mayor protección, con superior intensidad y eficacia, estando garantizado por la CNMV".

### 3. Teoría del garante

Desde las primeras sentencias en materia contencioso-administrativa recaídas por la comisión de infracciones de la normativa sobre mercados de valores, los tribunales vienen aplicando los artículos 95 y 105 LMV para establecer sin ambages la responsabilidad de los administradores por las infracciones cometidas por las personas jurídicas a cuyo órgano de administración pertenecían.

#### 3.1. Antecedentes: la doctrina de la "gatekeeper liability"

Al amparo de determinadas corrientes doctrinales, y especialmente el análisis económico del Derecho<sup>(58)</sup> y las teorías de la "empresa" (*firm*)<sup>(59)</sup>, han proliferado a lo largo de estos últimos años los análisis de la racionalidad económica y sentido jurídico en el establecimiento de sistemas de responsabilidad sobre determinados agentes económicos que, sin tener implicación alguna en la comisión de una infracción o delito, ni derivar de dicha comisión beneficio propio alguno, son no obstante legalmente responsables de las consecuencias que se deriven de dicha comisión. Con ello se persigue reforzar el cumplimiento de determinados objetivos legislativos considerados como importantes. La cuestión, en definitiva, pasa por determinar si mediante la imposición de responsabilidad por la comisión de una infracción a un tercero ajeno a la misma se logra con ello prevenir su ocurrencia<sup>(60)</sup>. De un modo más concreto, nos referiremos aquí únicamente a aquellos sistemas que tienen por objeto prevenir la

<sup>(58)</sup> Sobre el movimiento de "law & economics", por todos en nuestro país. PASTOR, *Sistema jurídico y economía. Una introducción al análisis económico del Derecho*, Madrid, 1989.

<sup>(59)</sup> Por todos, puede verse la recopilación de algunos de los principales trabajos de COASE *The firm, the market and the law*, Chicago, 1988.

<sup>(60)</sup> Esta reflexión general se enmarca dentro de las denominadas por la doctrina anglosajona *third-party enforcement strategies* y cubren un espectro muy amplio de técnicas preventivas. Sobre este particular, nos remitimos a los siguientes trabajos de Kraakman, en los cuales están en gran medida inspiradas las reflexiones que siguen. Vid. KRAAKMAN, "Gatekeepers: the anatomy of a third-party enforcement strategy", *J.L. ECON & ORG.*, vol. 2, 1986, p. 53 (en adelante KRAAKMAN, "Gatekeepers"); KRAAKMAN, "Corporate liability strategies and the cost of legal controls", *YALE L. J.*, vol. 93, 1984, p. 857.

comisión de infracciones mediante la imposición de responsabilidad a aquellos terceros que, retirando su colaboración o apoyo al infractor, pueden prevenir la ocurrencia de la infracción; en el ámbito anglosajón, se trata de la doctrina conocida como *gatekeeper liability*<sup>(61)</sup>, de la cual encontramos algunas manifestaciones en nuestro ordenamiento jurídico<sup>(62)</sup>.

Excedería con mucho del ámbito de este estudio realizar un análisis detallado de las bases y condiciones necesarias para poder instaurar un sistema de

(61) Vid. KRAAKMAN, "Gatekeepers", cit. Por ello, son *gatekeepers* en sentido más estricto aquellos que pueden impedir la ocurrencia de la infracción si dejan de prestar sus servicios de colaborar con el infractor. Ello debe matizarse puesto que, dentro de los propios sistemas de *gatekeeping*, Kraakman distingue entre los "bouncer regimes", que son aquellos en los cuales el "gatekeeper" puede excluir al infractor del mercado en cuestión, de los *chaperone regimes*, que son aquellos que dificultan al potencial infractor sus actividades ilícitas. Un ejemplo de *bouncer regime* es la responsabilidad impuesta a los establecimientos que comercializan bebidas alcohólicas por el estado de embriaguez de menores de edad originado en sus establecimientos; así, por ejemplo, el portero de una discoteca encargado de comprobar la edad de las personas que desean acceder al establecimiento actúa de "gatekeeper" de la prohibición de que los menores de una determinada edad consuman bebidas alcohólicas en establecimientos públicos. Por otro lado, un ejemplo de "chaperone regime" es precisamente la obligación impuesta a los auditores de comprobar la adecuación de las cuentas. Podrá negarse a prestar su conformidad o a emitir la correspondiente declaración o informe pero no impiden con ello al emisor su acceso al mercado de valores, puesto que siempre cabe la posibilidad de que este busque a otra entidad directora y a otro auditor más "dóciles". Nota: El término *gatekeeper* tiene mala traducción en nuestro idioma, salvo que se opte por la palabra "guardián" que no resulta plenamente satisfactoria. Pido por ello mis excusas al lector por el empleo reiterado de la expresión inglesa.

(62) Así, dentro del mismo ámbito de la emisión u oferta pública de valores mobiliarios, los auditores ofrecen un claro ejemplo. La Sección IV del RD 291/1992 establece la obligatoriedad para la entidad emisora de presentar los informes de auditoría de las cuentas anuales correspondientes a los dos ejercicios anteriores a la fecha en que vaya a procederse al registro de la emisión, formando estos a su vez parte integrante del folleto informativo. Pues bien, el ordenamiento jurídico configura a los auditores como auténticos *gatekeepers* en la medida en que, si los estados financieros de la entidad emisora no se adecuan a los principios generales de contabilidad y a los establecidos por el propio PGC, los auditores no podrán prestar su conformidad a las cuentas de la sociedad o bien harán constar sus objeciones mediante las correspondientes notas. Otro ejemplo puede encontrarse con la obligación impuesta a las entidades del mercado de valores por el artículo 3 del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, en relación con la adopción de reglamentos internos de conducta, de obligado cumplimiento para los empleados de la entidad sujeta y que deben recoger la imposición de sanciones para los supuestos de infracción, sin perjuicio de las que correspondiera imponer por infracción de la legislación sobre mercados de valores. En este caso, la entidad sujeta actúa como *gatekeeper* de la honestidad, corrección y diligencia de sus empleados. Sobre otro supuesto de aplicación de esta figura, puede verse nuestro anterior trabajo; vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Los reglamentos internos de conducta de las entidades y profesionales del mercado de valores: reflexiones en torno a una nueva figura", en AA.VV., *El reto de las relaciones con inversores en los noventa*, Madrid, 1994, pp. 269 y ss.

“gatekeeping” eficaz<sup>(63)</sup>. Nos limitaremos, por ello, a analizar las manifestaciones de esta doctrina en la jurisprudencia contencioso-administrativa sobre responsabilidad de los administradores y directivos en materia del mercado de valores.

### 3.2. Delimitación jurisprudencial

Con relación a la responsabilidad de los administradores y la posición de garante que desempeñan en la actividad societaria, es de destacar la sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de enero de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *Administradores de GesMediterráneo SGIIC* en la que, ante las alegaciones de los miembros del Consejo de Administración de la entidad sancionada, consistentes en fundar su exoneración de responsabilidad en el hecho de que no se reunieran durante el plazo de un año, la Sala considera la existencia de una falta de diligencia y menosprecio del cargo por el hecho de que el Consejo de Administración no se hubiera reunido en ese plazo. Es decir, este hecho no sólo no les exime de responsabilidad, sino que es considerado como una manifestación de actitud negligente en el cumplimiento del cargo, desidia calificable de especial gravedad cuando se trata de los integrantes del Consejo de Administración de una Sociedad Gestora de Inversión Colectiva, pues la falta de diligencia en el cumplimiento de las funciones no sólo puede ocasionar perjuicios para la entidad de la que son administradores, sino también a quienes hayan confiado su patrimonio a dicha Entidad Gestora.

Incide también en este asunto la sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de marzo de 1998 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Ramírez Bañares/Banesto Fondos SGIIC (I)* en la que se resume de forma precisa la doctrina jurisprudencial en materia de responsabilidad de los administradores. Comienza la ejecutoria proclamando la aplicabilidad de los principios constitucionales del Derecho Administrativo Sancionador, lo que excluye la responsabilidad objetiva, pero añade, como principio general, el siguiente:

“...tanto en el ámbito penal como en el administrativo sancionador, es posible la exigencia de responsabilidad por la inactividad del sujeto, cuando el ordenamiento jurídico le impone una actuación positiva y especialmente, cuando lo sitúa *en posición de garante*; si bien, en todo caso, también esta conducta omisiva requiera la concurrencia del elemento intencional o negligente...”

(63) KRAAKMAN, “Gatekeepers”, cit., pp. 61 y ss.

La posición de garante de los administradores viene nuevamente recogida en la Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1998 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) recaída en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios, S.A., S.G.C.* en la que, para el caso de los administradores de sociedades y agencias de valores, afirma que no puede aceptarse que un integrante del Consejo de Administración, con la obligación de honorabilidad personal y profesional que le impone el Real Decreto 1393/90, así como con los conocimientos adecuados a la actividad a desarrollar por una entidad, pueda ser ajeno a unas operaciones de notable importancia para la sociedad.

En la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: M. Pedraz Calvo) recaída en el asunto *C. Entrena Palomero/Nebursa, S.V.B.*, y al tratar sobre la alegada infracción de los principios de culpabilidad y responsabilidad, la Sala venía a reiterar nuevamente esta doctrina, manifestando que el administrador tiene unas obligaciones inherentes al cargo porque "...la Ley le ha colocado en una situación de garante...". De igual manera, la Sentencia de la Audiencia Nacional (Ponente: M. Pedraz Calvo) de 11 de septiembre de 1998 recaída en el asunto *P. de la Nuez/Gestinpasa* venía a afirmar que "...la ley coloca [al administrador] en las situación de garante (al aceptar el cargo) y le ha encomendado la realización de las actividades necesarias y racionalmente posibles para cumplir la ley y para evitar la realización de uno o varios hechos constitutivos de ilícitos administrativos...".

A la vista de las resoluciones judiciales comentadas, se pone de manifiesto cómo las especiales obligaciones de diligencia y lealtad que recaen sobre los administradores derivan de esta singular posición de garantes de la legalidad en la actuación de las personas jurídicas a quienes representan o para quien trabajan.

#### VI. EL PROBLEMA DE LA IMPUTACIÓN POTESTATIVA DE RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS

Uno de los problemas centrales que plantea la redacción de los artículos 105 y 106 LMV es el de la determinación de los criterios determinantes de cuándo debe ir el reproche dirigido a la persona física y cuándo a la persona jurídica. En este sentido, no debe olvidarse que el empleo de la expresión "podrá" por parte del legislador parece dejar un amplio criterio de apreciación a la CNMV a la hora de incoar o no expediente sancionador al administrador o directivo.

En uno de sus recientes Informes Anuales, la CNMV manifestó que, pudiendo sancionarse a ambos, entendía que, con carácter general, no era necesaria la sanción acumulativa por lo que, según las circunstancias del caso, debería sancionarse a uno o a otro; por ello, sosteniendo el criterio de que no es necesaria la aplicación acumulativa de sanciones, la CNMV ha considerado lógico mantener el principio ya recogido en la redacción original de la LMV que no es otro que aplicar primero la exigencia de responsabilidad a la persona jurídica y exigir la responsabilidad a las personas físicas cuando concurren circunstancias especiales<sup>(64)</sup>.

Pues bien, a juicio de la CNMV, la apreciación de estas "circunstancias especiales" que implican la responsabilidad de las personas físicas que ocupan cargos de administración o dirección en las mismas debe buscarse en los dos siguientes elementos: (i) la especial gravedad de la infracción, y (ii) el carácter doloso de la conducta. Por ello, en aquellos casos en los que la tipificación de la conducta revista el carácter de leve o grave, no procederá, en general, la aplicación de sanciones a las personas físicas, limitándose éstas a la persona jurídica, salvo que en la comisión se aprecie un dolo especial. Asimismo, la comisión de una infracción tipificada como "muy grave" traerá consigo la exigencia de responsabilidad a la persona física, además de la exigible a la jurídica, salvo que pueda probarse que actuó sin dolo.

Como ejemplos de la aplicación de estos criterios a casos concretos, la CNMV cita los siguientes.

Por una parte, está la Resolución de 21 de mayo de 1997 recaída en el asunto *Endesa*. En un contexto de rumores importantes sobre la inminente formulación por Endesa de una OPA sobre la sociedad Sevillana de Electricidad, la CNMV requirió de la entidad emisora la puesta a disposición del público de una "comunicación de hechos relevantes"<sup>(65)</sup>, confirmando o desmintiendo aquellos rumores. Según consta en la Resolución, Endesa proporcionó una información que demostró ser incompleta, provocando con ello una "irregular y peligrosa situación de asimetría en la información entre los agentes del mercado". La CNMV entendió, sin embargo, que el suministro de información incompleta se produjo sin mediar intención de engaño por parte de los administradores y directivos de la sociedad quienes, ante un conflicto de intereses entre la transparencia de la información a suministrar y la confidencialidad para no poner en

---

(64) Vid. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. *Informe Anual 1997*, Madrid, 1998, pp. 60-61.

(65) Sobre la obligación de los emisores de comunicar los hechos relevantes vid. artículo 82 LMV.

peligro la operación, optaron por esto último<sup>(66)</sup>. Siendo esto así, la CNMV apreció en esta conducta de los administradores, y al margen de la responsabilidad de la entidad, falta de diligencia debida pero un leve grado que no merecía reproche para ellos.

Por otra parte, se cita la Orden Ministerial de 23 de octubre de 1997 recaída en el asunto *Crédit Suisse*. Los hechos que motivaron la imposición de sanciones a la entidad fueron calificados como infracción muy grave por tratarse de una manipulación de precios en el mercado. A pesar de la gravedad de la conducta, la CNMV no formuló cargos contra los administradores y directivos de la entidad inculpada al considerarse que no hubo por su parte una conducta dolosa sino que los hechos resultaban directa y exclusivamente imputables a operadores de la entidad que, con su actuar, provocaron la responsabilidad institucional de la misma.

La interpretación administrativa ofrecida por la CNMV tiene la ventaja de que ofrece unas pautas informales sobre los criterios de aplicación de las normas sancionadoras a los administradores y directivos en aquellos casos en los que fuera sancionada la persona jurídica; desde esa perspectiva, pueden contribuir a crear una mayor seguridad jurídica. Ahora bien, tales criterios informales no dejan de presentar serias inconsistencias y errores de índole técnico-jurídica que no podemos dejar de poner de manifiesto.

En primer lugar, resulta ciertamente caprichoso y, por ello, arbitrario, el distingo que efectúa la CNMV entre infracciones leves o graves y las muy graves a los efectos de sancionar también a los administradores de la entidad sancionada. Y se trata de una arbitrariedad evidente porque la mayor o menor responsabilidad del administrador no puede en buena lógica venir determinada por la tipificación de la gravedad de la infracción de la entidad a cuyo órgano de administración pertenece toda vez que las razones de política jurídica que justifican la extensión de responsabilidad a los administradores obedecen a razones bien distintas. Lo determinante es el grado de culpabilidad de la persona física en cuestión que viene determinado por la implicación directa o indirecta del administrador en la comisión de la infracción, criterio este que parece introducir la propia CNMV al matizar que la apreciación de dolo "especial" (sic) conllevará la extensión de responsabilidad del administrador aunque la infracción

---

(66) En el contexto de negociaciones preliminares sobre una OPA o una fusión, el problema en que se encuentran los administradores, especialmente cuando se han producido filtraciones, no es nada fácil. En la doctrina norteamericana, ello ha llegado a generar un importante pronunciamiento por parte del Tribunal Supremo en el asunto *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 1988. Sobre esta cuestión, puede verse en nuestra doctrina el trabajo de GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELAZQUEZ, "Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al Securities Law de los Estados Unidos", en AA.VV., *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil en homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, tomo II, Madrid, 1994, pp. 979 y ss.

fuera leve o grave. No podemos dejar de señalar, no obstante, que se trata en este caso de un distingo que tiende a favorecer al administrador de la persona jurídica sancionada por lo que dudamos que su aplicación práctica resulte problemática, salvo en aquellos casos en los que, por aplicación del principio de "confianza legítima", el administrador sancionado invoque este criterio administrativo informal y consiga acreditar que el dolo no existió<sup>(67)</sup>.

Mayor perplejidad suscita aún la práctica equiparación de la responsabilidad de persona jurídica y persona física en los supuestos de infracciones muy graves, especialmente por cuanto que se exige entonces de la persona física que pruebe que no medió dolo por su parte. Este criterio resulta, a nuestro juicio, doblemente incorrecto por las razones siguientes. En primer lugar, presupone una especial inversión de la carga de la prueba en perjuicio del administrador que vulnera el principio de presunción de inocencia. En segundo lugar, y por aplicación de los principios generales, el dolo no se presume nunca (v.gr. art. 1269 C. Civil) por lo que rezuma a *probatio diabolica* pretender que el administrador pruebe que actuó sin dolo<sup>(68)</sup>.

En definitiva, la imprecisión de la norma origina un considerable ámbito de discrecionalidad en la CNMV y la consiguiente falta de seguridad jurídica en la medida en que puedan ponerse de manifiesto situaciones de "agravio comparativo" por tratarse de casos iguales o análogos que reciban un tratamiento diferenciado. En este punto, debe traerse a colación la reciente sentencia del Tribunal Supremo (Sala 3ª) de 8 de enero de 1998 (Ponente: S. Menéndez Pérez), en la que se ha recordado la doctrina del Tribunal Constitucional interpretando el artículo 25.1 de la Constitución, para reiterar que el principio de legalidad en materia sancionadora que en él se consagra comprende, entre otras cosas, una garantía de orden material y alcance absoluto, que refleja la especial trascendencia del principio de seguridad jurídica en este campo limitativo de la libertad individual. Esta garantía supone la imperiosa necesidad de predeterminación normativa de las conductas ilícitas y de las sanciones correspondientes; es decir, la necesidad de preexistencia de preceptos jurídicos (*lex previa*) que permitan predecir con suficiente grado de certeza (*lex certa*) qué conductas son las constitutivas de infracción y cuáles las sanciones aplicables a ellas (vid. SSTC

---

(67) Sobre el principio de confianza legítima y su aplicación al ámbito del Derecho Administrativo sancionador, puede verse la reciente monografía de CASTILLO BLANCO, *La protección de confianza en el Derecho Administrativo*, Madrid, 1998.

(68) Como afirmara recientemente el Tribunal Constitucional en sentencia de 11 de marzo de 1997 (asunto 45/1997; ponente M. Jiménez de Parga Cabrera), "...la carga de probar los hechos constitutivos de cada infracción corresponde ineludiblemente a la Administración Pública actuante, sin que sea exigible al inculpado una 'probatio diabólica' de los hechos negativos...".

21 de diciembre de 1989, asunto núm. 219/89; 17 de diciembre de 1990, asunto núm. 207/1990).

Analizando desde los anteriores criterios el contenido de los artículos 95 y 96 LMV, la conclusión que se alcanza es que aquellos preceptos no satisfacen las exigencias de la repetida garantía material o mandato de tipificación. En efecto, no existe en dichos preceptos ninguna correlación objetiva entre las posibles infracciones y las sanciones a ellas aplicables. La construcción se deja enteramente en manos de la CNMV para cualquiera de las múltiples y variadas conductas infractoras que puedan resultar de la aplicación de ambos preceptos, pese a la naturaleza tan distinta de los tipos previstos (vid arts. 99 y 100 LMV), así como también, en las que lo permiten, la elección de su extensión o alcance. La predicción razonable acerca de si cabe esperar o no una sanción de la que pueda hacerse acreedor quien incurra en cualquiera de aquellas múltiples y variadas conductas no resulta del modo en que debería, ni se alcanza a percibir que tal predicción haya de surgir por razón de la naturaleza o contenido de la relación existente entre el sujeto infractor y la Administración. En definitiva, aquella exigencia de correlación o correspondencia a la que se refería el Tribunal Constitucional está ausente en el régimen legal que se examina, en el que se otorga a la Administración, por ello, un arbitrio desmedido en la elección de la respuesta sancionadora.

## VII. RESPONSABILIDAD OBJETIVA Y PRINCIPIO DE CULPABILIDAD: CRITERIOS DE DETERMINACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD

### 1. Punto de partida: la inexcusable culpabilidad en el administrador

Como pusiera de manifiesto GARBERÍ LLOBREGAT, junto a la existencia de una infracción creada y tipificada por la Ley, el ejercicio efectivo de la potestad sancionadora de la Administración precisa de un sujeto pasivo al que se impute su comisión, ya que solamente a partir de la constatación en el procedimiento administrativo de ambas circunstancias (intervención culpable por parte de un sujeto en un hecho antijurídico debidamente tipificado) podrá serle impuesta por la autoridad competente la correspondiente sanción administrativa. De este modo, mientras la faceta objetiva del ejercicio de la potestad sancionadora se ciñe a la existencia y constatación de los hechos tipificados como constitutivos de la infracción, la subjetiva se desdobra en dos vertientes: la activa, determinada por la titularidad de la competencia administrativa habilita-

dora del ejercicio de la potestad punitiva, y la pasiva<sup>(69)</sup>. Pues bien, es en el plano subjetivo pasivo del ejercicio de la potestad sancionadora donde nace el problema de la culpabilidad que es "el reproche personal que se dirige al autor por la realización de un hecho típicamente antijurídico" (COBO-VIVES), exigiendo que la aplicación de la sanción esté condicionada por la existencia frente al sujeto pasivo de un título de imputación (dolo o culpa).

La aplicación de este principio trae su causa de la proclamación de que los principios aplicables a las penas son de aplicación, en general, a las sanciones administrativas<sup>(70)</sup>. Nuestro Tribunal Constitucional ha señalado reiteradamente que, de acuerdo con una interpretación finalista de nuestra Constitución de 1978, los principios inspiradores del orden penal son de aplicación al Derecho administrativo sancionador dado que ambos son manifestaciones del ordenamiento punitivo estatal, tal y como refleja el artículo 25.1 CE, hasta el punto de que un mismo bien jurídico puede ser protegido con técnicas administrativas o penales. Ahora bien, el propio Tribunal Constitucional ha atemperado esta equivalencia al señalar que, tanto uno como otro ordenamiento, presentan diferencias tanto materiales (la Administración podrá privar de libertad al sancionado) como materiales (en orden a la calificación, como en la competencia o el procedimiento) lo que determina que tal aplicación no puede hacerse mecánicamente y sin matices, ponderando tales diferencias.

Así, este principio que supone que no haya sanción sin culpabilidad (*nulla poena sine culpa*), por lo que se excluye la responsabilidad objetiva, ha tenido una vacilante acogida inicial en nuestra jurisprudencia hasta el punto de que puede hablarse hasta 1983 de dos líneas jurisprudenciales contradictorias<sup>(71)</sup>. Mientras en unas sentencias se considera la culpabilidad como elemento esencial del Derecho administrativo sancionador (STS 4-3-1981), en otras se admite directamente la responsabilidad objetiva (STS 20-6-1978). A partir de las sentencias del Tribunal Supremo de 24 y 25 de enero de 1983, hay una decidida muestra a favor de la necesidad de probar el dolo o culpa en materia de infracciones administrativas; esta línea se ha consolidado hasta el punto de que la

---

<sup>(69)</sup> GARBERÍ LLOBREGAT, *El procedimiento administrativo sancionador (Comentarios al Título IX de la Ley 30/1992 y al Reglamento del Procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora de la Administración)*. Valencia, 1994, pp. 107-108.

<sup>(70)</sup> NIETO GARCÍA, "Los principios de tipicidad y culpabilidad de las infracciones en materia de consumo", *Estudios sobre el Consumo*, núm. 3, 1984, pp. 156-158.

<sup>(71)</sup> SUAY RINCÓN, "Artículo 15", en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito* (Dir. T.R. Fernández), 2ª ed., Madrid, 1991, pp. 72-74; FERNÁNDEZ MONTALVO, "Principios sustantivos de la potestad sancionadora de la Administración", en AA.VV., *Derecho Administrativo Sancionador*. Cuadernos de Derecho Judicial, Madrid, 1994, p. 47.

infracción del principio de culpabilidad es ya en algunos casos el único motivo por el que se anulan las sanciones impuestas; se reitera, por tanto, la inadmisibilidad de un régimen de responsabilidad sin culpa, no siendo suficiente que una determinada conducta sea típica y antijurídica, sino que es también necesario que sea culpable como consecuencia de una acción u omisión imputable a su autor por dolo o negligencia<sup>(72)</sup>.

Desde la sentencia del Tribunal Constitucional de 26 de abril de 1990 (asunto 76/1990) puede decirse que, aun sin reconocimiento explícito en la Constitución, el principio de culpabilidad puede inferirse de los principios de legalidad (art. 25.1 CE) o de las exigencias inherentes al Estado de Derecho. Este mismo criterio de considerar inadmisibles en el ámbito del Derecho administrativo sancionador una responsabilidad sin culpa se reitera en la sentencia del Tribunal Constitucional de 19 de diciembre de 1991 (asunto 246/1991) y, más recientemente, esta tesis ha sido nuevamente confirmada en sentencia de 17 de octubre de 1994 (asunto 270/1994).

Por su parte, el Tribunal Europeo de Derechos del Hombre en la Sentencia de 21 de febrero de 1984 (caso *Öztürk*), rechaza la existencia de cualquier diversidad de signo cualitativo entre las infracciones penales y las administrativas, y ha venido a ratificar la concepción, actualmente dominante, como se ha visto, en el Derecho comparado europeo y en nuestra doctrina y jurisprudencia, de que las penas y las sanciones administrativas constituyen dos subespecies del género de las "sanciones punitivas", por lo que los principios del orden penal son de aplicación, con ciertos matices, al Derecho sancionador administrativo. En palabras de nuestro Tribunal Supremo, la concepción unitaria del fenómeno punitivo y la aplicación al Derecho sancionador administrativo de los principios generales del ámbito penal, "se acomoda con perfección al bloque de legalidad, como confirma la Sentencia del TEDH de 21 de febrero de 1984, en la que se precisa, a la vista del artículo 6.3 del Convenio, que las contravenciones administrativas participan de la naturaleza de las penales" (STS de 28 de mayo de 1987). Se concluye así que "puede darse por zanjada la polémica en torno a los principios generales aplicables a las sanciones administrativas"<sup>(73)</sup>.

La referida problemática ha perdido hoy buena parte de su significación dado que el artículo 130.1 de la Ley 30/1992, a pesar de su desafortunada redacción, ha consagrado inequívocamente el principio de culpabilidad en la esfera administrativa sancionadora.

---

(72) Vid. SSTS 6 y 10 de febrero de 1989 (RAJ 2453 y 2461); SSTS 8 de marzo de 1993 (RAJ 1930) y 9 de julio de 1994 (RAJ 5590).

(73) SUAY RINCÓN, *Sanciones Administrativas*, Bolonia, 1989.

En conclusión, de esta forma, doctrina, jurisprudencia y el propio legislador dan por zanjada esta larga polémica, inclinándose ya por una traslación efectiva de la culpabilidad al ámbito administrativo<sup>(74)</sup>.

Pues bien, el verdadero problema queda ya planteado en clave de determinar qué se entiende por culpabilidad en el Derecho administrativo sancionador y, especialmente, en qué se concreta la culpabilidad de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores toda vez que ni pueden aplicarse mecánicamente los conceptos propios del Derecho penal, ni existe una elaboración administrativista propia al respecto.

## **2. Recepción del principio de culpabilidad en la jurisprudencia contencioso-administrativa sobre infracciones de la normativa del mercado de valores**

La personalización de la responsabilidad en los directivos o miembros de los consejos de administración no supone que no se exija respeto al principio de culpabilidad dentro del Derecho administrativo sancionador. Así lo expuso la ya citada sentencia del Tribunal Constitucional de 20 de julio de 1993 (asunto 254/93) a propósito del artículo 15 bis del Código Penal (y cuya doctrina es aplicable, con las debidas cautelas, al Derecho administrativo sancionador):

“Este precepto no vino a introducir en modo alguno una regla de responsabilidad objetiva que hubiera de actuar indiscriminadamente y automáticamente siempre que, probada la existencia de una conducta delictiva cometida al amparo de una persona jurídica, no resulte posible averiguar cuáles han sido los auténticos responsables de la misma, pues ello sería contrario a la presunción de inocencia (...) No cabe inferir que no hayan de quedar probadas, en cada caso concreto, tanto la real participación en los hechos como la culpabilidad en relación con los mismos...”

Incluso la polémica sentencia del Tribunal Constitucional de 25 de marzo de 1994 (asunto 154/94 Pte. Viver Pi-Sunyer), en la que se perfila la construcción de la “responsabilidad en cascada”, viene a afirmar que para que el desplazamiento de la responsabilidad sea aceptable desde la óptica constitucional tiene que fundamentarse en la concurrencia de una circunstancia de carácter subjetivo exigible al sujeto que soporta ese desplazamiento.

---

(74) Para una excelente visión de conjunto de este proceso evolutivo, puede verse GONZÁLEZ PÉREZ & GONZÁLEZ NAVARRO, *Comentarios a la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común*, vol. II, 2ª ed., Madrid, 1999, pp. 2603 y ss.; NIETO GARCÍA, *Derecho Administrativo Sancionador*, Madrid, 1993, pp. 295-303.

Como no podía ser de otra forma, la jurisprudencia contencioso-administrativa en materia de infracciones de la normativa del mercado de valores ha acogido sin ambages esta construcción.

Así, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de marzo de 1998 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Ramírez Bañares/Banesto Fondos SGIIC (I)* reitera este principio afirmando lo siguiente:

“...fuera de toda duda queda la necesidad de la concurrencia del elemento subjetivo de la infracción, bien en su manifestación de dolo o intencionalidad, o culpa o negligencia; pero en todo caso, no es posible la imputación del resultado desde principios objetivos de responsabilidad...”

Por su parte, en la Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1998 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) recaída en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios, S.A., S.G.C.*, se afirmaba por la Sala que “...examinada la fundamentación jurídica de la demanda, hay que partir de la base de la conformidad en una serie de afirmaciones que allí se contienen: la aplicación al Derecho Administrativo Sancionador de los mismos principios básicos que resultan también aplicables al Derecho Penal; la no existencia de responsabilidad objetiva para fundamentar una sanción cometida por una entidad mercantil, como es una sociedad gestora de carteras; consecuencia de la afirmación anterior, es la aceptación, también, de que *no pueden imponerse de modo automático sanciones a todos los miembros de un Consejo de Administración* por el hecho de que se aprecie una conducta sancionable en la propia compañía. Ahora bien, la conformidad en esas manifestaciones, no puede acarrear la conformidad en las conclusiones jurídicas que extrae la parte recurrente (...) En cualquier caso, *lo cierto es que la imputación a un miembro del Consejo de Administración podrá hacerse, como en este caso, a título de culpa (no de dolo) y ello por no haber adoptado las medidas a su alcance para evitar la situación que dio lugar a la imposición de la sanción* que se recurre; se produce así una peculiar alteración de la carga de la prueba: la Administración prueba la infracción (que no se ha negado en la demanda) y la participación del Consejo de Administración en la adopción de las decisiones que llevaron a dicha situación; por contra, al recurrente le correspondía haber acreditado las medidas que adoptó para evitar la situación que ocasionó la imposición de la sanción...”

En la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: M. Pedraz Calvo) recaída en el asunto *C. Entrena Palomero/Nebursa, S.V.B.*, y al tratar sobre la alegada infracción de los principios de culpabilidad y responsabilidad, la Sala venía a reiterar la consolidada jurisprudencia del Tribunal Supremo por la cual “...las contravenciones administrativas exigen un comportamiento humano, positivo o negativo, una antijuridicidad, la culpabilidad, el resultado potencial o actualmente dañoso y la relación causal entre este y la

acción u omisión; expresado de otra manera: también en el supuesto de ilícitos administrativos está excluida la responsabilidad objetiva”.

El recurrente señala que por el simple hecho de ser el Presidente de la Sociedad no puede declarársele responsable de las infracciones. El art. 127 de la Ley de Sociedades Anónimas establece que “los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante legal” y el art. 133 párrafo 1 de la misma contempla “la responsabilidad de los administradores frente a la Sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores sociales del daño que causen por actos contrarios a la Ley o a los estatutos o por los realizados sin la diligencia con la que deben desempeñar el cargo”. La propia Ley ha previsto que los administradores han de hacer todo aquello que una actuación diligente exija, para conocer la situación de la sociedad y adoptar las medidas encaminadas al buen funcionamiento de la misma, ya sea mediante actuaciones relativas al objeto social, ya controlando el estado de las cuentas; en general cumpliendo con su obligación legal, que excede de la simple denominación de “Presidente”.

La conclusión evidente es que *no se le sanciona por ser Presidente, sino porque ha incumplido con las obligaciones que son inherentes legalmente al cargo*: la Ley le ha colocado en una situación de garante y le ha encomendado la realización de la actividad necesaria y racionalmente posible para cumplir la Ley y evitar la comisión de hechos constitutivos de infracciones administrativas. El actor no sólo no ha acreditado ni tan siquiera alegado que los hechos constitutivos de la infracción se produjeron pese a que llevó a cabo todos y cada uno de los actos posibles para evitarlos. Esto, a su vez, no significa que se haya invertido la carga de la prueba, sino que acreditado que no cumplió las obligaciones que la Ley impone a los administradores de las Sociedades, y que aquella de la que era Presidente llevaba la contabilidad y los registros legalmente exigidos con vicios o irregularidades esenciales que impedían conocer su situación patrimonial y financiera, el hoy recurrente debió alegar y probar que existían circunstancias que justificaron la omisión del comportamiento que como Presidente le era debido.

La Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: S. Soldevilla Fragoso) recaída en el asunto *Administradores de NEBURSA* reiteró que “...el nuevo artículo 105.a) LMV exige para la imposición de la sanción que en la actuación de los Consejeros exista, al menos, *un elemento de culpa*, proscribiendo la responsabilidad automática y objetiva que se derivaba de la anterior redacción del precepto...”.

Los Tribunales han precisado, sin embargo, que la sanción no puede imponerse al administrador por el mero hecho de serlo sino por el incumplimiento de sus obligaciones como tal (vid. Sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de septiembre de 1998, asunto *P. de la Nuez/Gestinpasa*).

Otra cosa es que estos elementos de acción u omisión, y culpa o intencionalidad no se tomen en cuenta para la graduación de la sanción, pero deben integrar en todo caso la infracción administrativa (vid. sentencia de la Audiencia Nacional de 14 de mayo de 1998, asunto *CAB, S.A., S.V.B./Adolfo Pries Bertrán*).

### 3. Categorías genéricas: notas en torno a la culpa o imprudencia y el dolo en el Derecho Administrativo sancionador

De los anteriores apartados se desprende que la necesidad del elemento subjetivo de la infracción administrativa es consecuencia de la aplicación del principio de culpabilidad; por ello, si la conducta no fuera atribuible a su autor a título de culpa o, en su defecto, de dolo, no cabría imputar infracción administrativa alguna por faltar la necesaria culpabilidad.

Un análisis conjunto de los artículos 130 LRJPAC, y 77 LGT pone de manifiesto cómo la culpa o negligencia juegan un papel central dentro de nuestro Derecho Administrativo sancionador puesto que los tipos contemplan de modo general conductas imprudentes; los tipos dolosos están en relación de subsidiariedad respecto a los imprudentes y determinan, además, una mayor gravedad en la sanción.

Más allá del concepto estrictamente civilista de "culpa" que podemos deducir del artículo 1104 del Código Civil, la culpa puede definirse como aquella conducta consistente en desatender un deber legal de cuidado, omitiendo la diligencia exigible y llevando a cabo (sin dolo) la conducta tipificada como infracción, siendo tal hecho previsible y evitable. Debe asimismo destacarse que la simple realización de la conducta tipificada, aun cuando no hubiere causado una efectiva lesión al bien jurídico, es punible<sup>(75)</sup>.

En cuanto al dolo, ya hemos afirmado anteriormente cómo, con carácter general, los tipos administrativos se refieren a conductas imprudentes mientras que las dolosas están respecto de aquellas en una relación de subsidiariedad. Como ha afirmado nuestra doctrina, si faltara la culpa y concurriera el dolo existiría infracción pero además la sanción se agravaría pues lo que el legislador prevé de forma general es la comisión imprudente de las conductas tipificadas; ello debe necesariamente matizarse en aquellos casos en los que el dolo sea un

---

(75) Para mayores precisiones acerca de la delimitación conceptual de la culpa o negligencia, así como un análisis de los desarrollos jurisprudenciales de dicho concepto, nos remitimos a la monografía de PALMA DEL TESO, cit. supra, pp. 140-146.

elemento subjetivo del tipo, en cuyo caso es necesario para la existencia de la infracción<sup>(76)</sup>.

En términos generales, puede decirse que existe dolo cuando el infractor no solo conoce y quiere la conducta que realiza, sino que tiene plena conciencia de su significación antijurídica. Ahora bien, en los casos en que la imputación se realiza a título de "dolo", la jurisprudencia ha equiparado la misma a intencionalidad en la acción por parte del infractor. En palabras de la Sentencia de 8 de junio de 1998 de la Audiencia Nacional (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *J.M. Noriega Vázquez/UGF*, "...tal intencionalidad no requiere su extensión a la vulneración de la norma, esto es, no es necesario que el sujeto tuviese una intención directa de vulneración de la norma, sino que basta la intención de realizar la conducta tipificada como infracción administrativa...".

Hechas estas precisiones generales y partiendo de la base de que su formulación resultará plenamente aplicable a la responsabilidad administrativa de administradores y directivos por las infracciones de las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, la delimitación concreta de esta responsabilidad deberá realizarse por los deberes concretos que, como consecuencia de su cargo, deberán observar y, más concretamente, los deberes de diligencia y de lealtad.

#### 4. El deber de diligencia

Como ya mencionamos antes, el artículo 127.1 LSA señala bajo el epígrafe "Ejercicio del cargo" que "los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal". En las líneas que siguen, intentaremos esbozar algunos de los principales aspectos que integran este deber.

##### 4.1. Modelo de conducta: consideraciones generales

Puede decirse con carácter general que la imposición del deber de diligencia a los administradores de las sociedades mercantiles es una manifestación concreta del deber de diligencia al que está sujeto cualquier deudor cualquiera que sea la naturaleza de la obligación contraída (vid. art. 1103 C.c.). Ahora bien, la diferencia entre el deber de diligencia propio de los administradores del deber de diligencia común a todos los deudores es el modelo de conducta al

(76) PALMA DEL TESO, cit. supra. p. 147.

cual deben adecuar su actividad para satisfacer las exigencias del deber de diligencia y no incurrir en responsabilidad<sup>(77)</sup>.

Frente al modelo de conducta común que es el del “buen padre de familia” (*ex art. 1104.2 C.c.*), el modelo de conducta de los administradores de las sociedades anónimas es el del “ordenado empresario” y el del “representante leal”. Pues bien, dentro de este modelo de conducta, puede distinguirse dos aspectos diferenciados. Por una parte, el que puede denominarse “tipo de conducta”, que es el del “empresario” y el del “representante”. Por otra parte, está el llamado “grado de conducta”, que es el que permite precisamente concretar el contenido de los tipos, y que consiste en los calificativos de “ordenado” y “leal”.<sup>(78)</sup>.

En palabras de ESTEBAN VELASCO, la imposición a los administradores de la diligencia del “ordenado empresario” supone establecer “un estándar de diligencia típica y objetiva que se debe valorar no conforme a circunstancias personales del administrador, sino conforme a las aptitudes y conocimientos exigidos objetivamente por la función atribuida y de acuerdo con el tipo de relación que estamos considerando”<sup>(79)</sup>. En cuanto a la calificación de “ordenado”, se ha venido a concretar por la doctrina como una “colaboración a la gestión ordenada y prudente de los asuntos sociales”<sup>(80)</sup>.

Si bien la diligencia exigible es necesariamente “de contenido relativo y elástico, debiendo medirse en función de las circunstancias de la empresa y de la operación, circunstancias de tiempo y lugar en que se llevó a cabo o debió ejecutarse, función desempeñada por el administrador en el órgano, etc.”, debe tenderse no obstante a una “interpretación objetiva”, que prescinda de consideraciones subjetivas sobre la capacidad o pericia personal de cada uno de los

---

(77) Vld. LLEBOT MAJÓ, *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid, 1996, p. 51.

(78) Id. citando la obra de BADOSA COLL, *La diligencia y la culpa del deudor en la obligación civil*, Bolonia, 1987; AA.VV., *Comentarios del Código Civil*, 2ª ed., Madrid, 1993, pp. 40-42.

(79) ESTEBAN VELASCO, “Responsabilidad civil de los administradores”, EJB, vol. IV, Madrid, 1995, p. 5913; RODRÍGUEZ ARTIGAS, “El deber de diligencia”, en AA.VV. *El gobierno de las sociedades cotizadas* (Coord. G. Esteban Velasco), Madrid/Barcelona, 1999, p. 427; ALONSO UREBA, “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una sociedad anónima”, cit. supra, pp. 667 y ss.; POLO SÁNCHEZ, “Los administradores y el Consejo de Administración de la sociedad anónima (Arts. 123 a 143 de la Ley de Sociedades Anónimas)”, en AA.VV. *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (Dir. R. Uría, A. Menéndez y M. Olivencia), tomo VI, Madrid, 1992, pp. 131 y ss.

(80) RODRÍGUEZ ARTIGAS, cit. supra, p. 427; SÁNCHEZ CALERO, cit. supra, p. 104.

administradores a efectos de establecer diferencias sobre la responsabilidad entre los miembros del órgano de administración” (81).

Estamos pues ante una rigurosa valoración de la diligencia necesaria debido a la profesionalidad que se exige a un ordenado empresario, por lo que la prudencia, los cuidados y las atenciones exigibles son muy superiores a las del hombre medio (82). Ello no empece el que los administradores dispongan de un margen de discrecionalidad, que debe en todo caso reconocerse (*business judgement rule*) y que les permita escoger entre varias opciones razonables, sin infringir por ello su deber.

Las categorías desarrolladas por la doctrina mercantilista son de plena aplicación al ámbito de la responsabilidad de administradores y directivos en el ámbito administrativo, donde la jurisprudencia tanto en materia bancaria como de mercado de valores es reiterada al respecto. Así, la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 3ª) de 20 de marzo de 1995 (Ponente: Escusol Barra) recaída en el asunto *Administradores del Banco Peninsular*, donde se afirmaba que “...las infracciones imputadas por la Administración a los demandantes tuvieron su origen en una mala gestión o en un mal ejercicio de sus facultades en el ‘Banco P.’. Los demandantes, cuando ostentaban y ejercieron sus cargos en dicho banco, estaban en una situación tal que por disposición de la Ley (la Ley de Sociedades Anónimas aplicable) debían ejercitar sus cargos con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante legal: de ahí el contenido del art. 79 de dicha Ley, y de ahí que las leyes hayan previsto y regulado los diversos supuestos constitutivos de infracción y su sanción...”. En el mismo sentido se pronunciaba la Audiencia Nacional en la Sentencia de 23 de abril de 1997 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios*, al afirmar que “...el artículo 133 de la ley de Sociedades Anónimas establece la responsabilidad de los administradores por todos los actos realizados sin la debida diligencia, estableciendo que la responsabilidad se mantiene salvo que no hubieran intervenido en la adopción del acuerdo o no lo hubieran conocido, o hubieran hecho lo posible por evitar el daño ocasionado por el acuerdo. Además (artículo 141) se establece que, para algunos actos como la rendición de cuentas y la presentación de balances, hay una responsabilidad total del Consejo de Administración (art. 171) sin posibilidad de delegar en un Consejero Delegado...”. Por último, debe mencionarse la sentencia de la Audiencia Nacional de 14 de mayo de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *CAB, S.A., S.V.B./Adolfo Prías Bertrán*, en la cual se esta-

(81) ESTEBAN VELASCO, cit. supra, p. 17.

(82) RODRÍGUEZ ARTIGAS, cit. supra, p. 427, citando a BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milán, 1974, pp. 43 y ss. y a SÁNCHEZ CALERO, cit. supra, p. 107.

blecía lo siguiente: "...esta especial situación en la que sitúan los artículos 127 y 133 de la LSA a los administradores es la que les hace incurrir en una doble responsabilidad: intra societaria (frente a los socios, sociedad y acreedores), y extra societaria...".

¿Y cómo se concretan y en qué se traducen estas obligaciones de diligencia? Para la Audiencia Nacional, en sentencia de 19 de junio de 1997 (Ponente: M. Pedraz Calvo) recaída en el asunto *P. Lecuona Ortúzar/Bolsa 8*, "...de tal conjunto normativo, resulta que los administradores han de hacer todo aquello que una actuación diligente exija para conocer la situación de la sociedad teniendo los instrumentos jurídicos al efecto, y adoptar las medidas encaminadas al buen funcionamiento de la misma, ya sea mediante actuaciones relativas al objeto social, ya solicitando las debidas explicaciones de las actuaciones de otros administradores...".

Dicho esto, el evidente grado de abstracción de los tipos de conducta seleccionados por el legislador dificulta concretar con precisión su contenido y es que la ausencia de un contenido determinado del modelo de conducta hace imposible su identificación sin referencia a supuestos concretos, que pasamos a examinar.

#### 4.2. El deber de administrar

Como quiera que el artículo 9.h) LSA impone como mención estatutaria obligatoria la estructura del órgano al que se confía la administración de la empresa y los administradores a quienes se confía el poder de representación, puede concluirse que, al atribuir la administración de la empresa al órgano de administración de la sociedad, sea éste unipersonal, pluripersonal o colegiado, este órgano asume el deber de administrar<sup>(83)</sup>.

Si bien los administradores gozan de amplia discrecionalidad en cuanto a la elección de los medios empleados, la actividad de gestión y representación en sentido amplio inherente al deber de administrar conlleva en todo caso la obligación de perseguir el interés social. Tal y como estableciera con claridad meridiana la Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1997 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios* "...no se puede considerar a los consejeros como participantes meramente formales en las decisiones que toma el propio consejo del que forman parte; la

---

(83) LLEBOT MAJÓ, cit. supra, p. 57. Los argumentos más concluyentes ofrecidos por nuestra mejor doctrina para apoyar esta tesis son precisamente la propia existencia del órgano de administración y el régimen de responsabilidad al que están sujetos los administradores. ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión en las sociedades anónimas. Derecho europeo y reforma del Derecho español*, Madrid, 1982, pp. 501 y ss.

Ley de Sociedades Anónimas atribuye a los miembros de los consejos de administración una serie de responsabilidades y misiones que no pueden ser ignoradas a la hora de determinar la responsabilidad..."

Cuando el administrador expedientado ha sido el responsable directo de los hechos concretos que están en la base de la sanción a la propia sociedad, entonces parece claro que se ha incumplido el deber de administrar con diligencia. Así lo afirma con toda rotundidad la sentencia de la Audiencia Nacional de 4 de marzo de 1994 (Ponente: A. Roldán Herrero) recaída en el asunto *J. Soto/Ibercorp Bolsa SVB* al constatar que no era solo directivo sino que fue "corresponsable de las gestiones" que se imputan a la sociedad.

#### 4.3. El deber de informarse

Para que los administradores puedan desarrollar su actividad correctamente, deben disponer de la información necesaria, que es un requisito ineludible antes de la toma de cualquier decisión que afecte a la empresa. La información es el punto de partida del *iter* de prácticamente cualquier decisión y especialmente de aquellas que pueden revestir especial trascendencia para la sociedad como es el caso de modificaciones estructurales (v.gr. fusión, escisión, transformación) o incluso la mayoría de las modificaciones estatutarias<sup>(84)</sup>.

Es cierto que siempre puede recabarse más información de la que se dispone. Por ello, este deber de informarse tiene lógicamente los límites que marcan las circunstancias, entre las que se encuentran, entre otras, las siguientes:

(i) información ya disponible; (ii) trascendencia de la decisión para la sociedad; (iii) tiempo disponible; y (iv) costes de obtención de información adicional<sup>(85)</sup>.

En todo caso, el deber de informarse incluye "...solicitar las debidas explicaciones de las actuaciones de otros administradores..." (Sent. Audiencia Nacional de 19 de junio de 1997, asunto *P. Lecuona Ortízar/Bolsa 8*), especialmente de aquellos que son Consejeros con cargos ejecutivos dentro de la empresa.

(84) LLEBOT MAJÓ, cit. supra, pp. 62-65; GHEZZI, "I 'doveri fiduciari' degli amministratori nei 'Principles of Corporate Governance'", Riv. Soc., marzo/junio 1996, pp. 496 y ss.

(85) LLEBOT MAJÓ, cit. supra, p. 65, citando el estudio del AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance*, vol. 1, St. Paul/Minn., 1994, p. 178 (traducidos en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Coord. G. Esteban Velasco, Madrid/Barcelona, 1999, pp. 861 y ss.).

#### 4.4. El deber de vigilancia

El deber de vigilancia (*duty to monitor*) supone llevar a cabo un control de la gestión de la sociedad en su conjunto, sin que en modo alguno deba limitarse a aquellos supuestos en los que, mediante la delegación de facultades, se desconcentran las funciones del Consejo en una Comisión Ejecutiva o en un Consejero-Delegado. Se trata de un deber indelegable, que debe formar parte del comportamiento de todos los administradores<sup>(86)</sup>.

Existe una evidente relación entre el deber de vigilar y el deber de informarse para poder realizar adecuadamente la tarea de administrar la sociedad en interés de ésta, lo que conecta con la llamada "racionalidad formal y sustancial del proceso de decisión".

Como tal deber, puede decirse que está admitido por la práctica totalidad de la doctrina española (Garrigues, Uría, Iglesias Prada, Quijano González, Rodríguez Artigas), para quien se integra en el contenido del deber de vigilancia el deber de investigar cualquier situación que pueda llegar a causar daños al patrimonio social y cuyo conocimiento lo hayan obtenido los administradores en el desempeño del deber de vigilancia.

Así, tras resultar probado que el verdadero "cerebro" de las infracciones fue una determinada persona física, la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 3ª) de 17 de noviembre de 1998 (Ponente O. González) recaída en *asunto C.P. Romero Gil-Delgado/General de Mediación y Bolsa* vino a calificar de "actitud indiligente" aquella consistente en abandonar completamente las obligaciones propias de un Consejero y Director General, "...dejando que fuese otra persona la que tomara las decisiones, contribuyendo con su actitud omisiva a la realización de las mismas...". En definitiva, en esta dejación hubo un claro incumplimiento no solo del deber de administrar sino del deber de vigilancia.

En el mismo sentido se ha pronunciado la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: S. Soldevilla Fragoso) recaída en el asunto *Administradores de NEBURSA*, en la que se afirmaba, entre otras cosas, lo siguiente:

"...los Consejeros de una Sociedad deben estar en posesión de los conocimientos necesarios para gestionarla correctamente, lo que *incluye el poder detectar la comisión de irregularidades* que merecen la mayor repro- bación sancionadora (faltas muy graves y graves)..."

---

(86) RODRÍGUEZ ARTIGAS, "El deber de diligencia", cit. supra, p. 431; LLEBOT MAJÓ, cit. supra, pp. 69 y ss.

## 4.5. El deber de investigar

Como complemento de los deberes de informarse y de vigilancia, pesa sobre el administrador el deber de investigar (*duty of inquiry*) que le exigen, de una parte, asegurarse de la suficiencia y de la fiabilidad de la información de que disponen, y de otra investigar cualquier situación que pueda llegar a causar daños al patrimonio social y cuyo conocimiento lo hayan obtenido en el desempeño del deber de vigilancia<sup>(87)</sup>.

Ahora bien, este deber impone al administrador llevar a cabo una investigación o encomendar que la misma se haga (v.gr. consultores u otros asesores externos o internos) en aquellos casos en que las circunstancias concretas debieran incitar al administrador, de forma razonable, a emprender dicha investigación. Siendo ello así, el incumplimiento del deber de lealtad por parte de otro administrador o de un directivo no hace automáticamente responsable al resto de los administradores por *culpa in vigilando*, derivada precisamente de la infracción del deber de investigar; ello dependerá de si, por las circunstancias concretas que rodeaban el caso, podría razonablemente haberse sospechado de la conducta de dicho administrador o directivo, sin que pueda exigirse una diligencia en este sentido equiparable a una labor de detective.

No existe en nuestro Derecho de Sociedades ningún precepto específico que expresamente imponga a los administradores el deber de investigar; no obstante, nuestra doctrina ha admitido en general su existencia aunque configurándolo no como un deber con contenido sustantivo propio sino como parte del deber de vigilancia<sup>(88)</sup>.

En cuanto a la jurisprudencia, un testimonio vivo de esta manifestación del deber de diligencia que es el deber de investigar puede encontrarse en la sentencia de la Audiencia Nacional de 30 de septiembre de 1996 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Loring Tassara; Sistemas Financieros*, en la que se manifestaba lo siguiente:

“...cuando una sociedad incurre en la conducta prohibida, el administrador, para eludir su responsabilidad, habrá de al menos alegar, aportando hechos concretos, que efectivamente actuó tratando de esclarecer y resolver la actuación prohibida...”

(87) RODRÍGUEZ ARTIGAS. “El deber de diligencia”. cit. supra, p. 432.

(88) En este sentido, vid. QUIJANO GONZÁLEZ, cit. supra, pp. 313-314.

Como veremos más adelante, la sentencia del Tribunal Supremo de 8 de febrero de 1999 (Ponente: O. González) recaída en el asunto *J. Maldonado Chiarri y otros administradores de General de Mediación y Bolsa, S.V.B.*<sup>(89)</sup> ha establecido unos límites más claros a esta obligación en la medida en que, si las conductas ilícitas fueran de tal naturaleza que pudieran enmascarse, ocultarse o sustraerse del conocimiento de los miembros del Consejo, no puede entenderse vulnerado el deber de diligencia.

#### 4.6. Conclusiones

Este somero análisis del deber de diligencia puede sintetizarse afirmando que los administradores de las sociedades mercantiles cumplirán con la obligación que asumen al aceptar el cargo en la medida en que lo desempeñen persiguiendo los intereses de la sociedad con diligencia, cuando actúen como un "ordenado empresario" y un "representante leal". Ello exige que, como mínimo, desempeñen el cargo suficientemente informados, que cuando sea necesario investiguen tanto el contenido de la información de que dispongan como las situaciones que puedan perjudicar el patrimonio social y, por último, que en todo momento vigilen el desenvolvimiento de la empresa social<sup>(90)</sup>.

#### 5. El deber de lealtad o fidelidad

El deber de lealtad ha sido definido como aquel por el cual los administradores deben abstenerse de obtener cualquier beneficio, anteponiendo sus intereses privados y personales, a expensas de la Sociedad<sup>(91)</sup>. Tras esta formulación late un concepto fundamental como es el del "conflicto de interés", concepto este de gran amplitud y complejidad en el seno de las relaciones societarias pero que, en este contexto, adquiere especial trascendencia en lo que respecta a las relaciones entre los administradores y la sociedad. Quiere ello decir que la regulación de los conflictos de interés opera como instrumento de control de la administración, que se orienta a la finalidad de evitar que, en uso de las facultades que le son atribuidas al órgano de administración, los administradores antepongan precisamente sus intereses a los de la sociedad. Con todo ello, vemos cómo se ha venido considerando el deber de lealtad o fidelidad como un principio regulador del juego de intereses en la organización societaria, configuran-

---

(89) RJ 1519.

(90) LLEBOT MAJÓ, cit. supra, p. 73.

(91) Por todos, LLEBOT MAJÓ, cit. supra, pp. 94-96.

dose como la aplicación de la buena fe a las relaciones de intereses del socio con la Sociedad y con los demás socios<sup>(92)</sup>.

En lo que se refiere al problema de los conflictos de interés y los deberes de los administradores, nuestro derecho no cuenta con una normativa concreta de control. La única norma cuyo contenido puede instrumentarse como medio de control del conflicto de interés administrador/sociedad es el régimen de impugnación de acuerdos del Consejo de Administración previsto en el artículo 143 LSA mediante la remisión implícita a la causa de anulabilidad de los acuerdos de la Junta General según los términos del artículo 115 LSA en los casos en que el órgano sea colegial.

Desde un punto de vista más casuístico, los problemas clásicos que se vienen recogiendo por la doctrina en este contexto son los relativos a las llamadas "oportunidades de negocio"<sup>(93)</sup>, los contratos con la sociedad, la retribución de los administradores<sup>(94)</sup>, o la competencia con la propia Sociedad.

Como tendremos ocasión de ver, las infracciones del deber de lealtad vienen rara vez aparejadas a infracciones administrativas de las normas de ordenación y disciplina de los mercados de la sociedad infractora; al fin y al cabo, no debe olvidarse que, junto con la posible infracción de las leyes, el administrador desleal está ante todo perjudicando a la sociedad y a los accionistas pero no necesariamente lesionando los intereses del mercado, ni los de los clientes de la entidad. Frecuentemente, en cambio, los casos más graves llevan aparejada la comisión de conductas delictivas de estafa o apropiación indebida<sup>(95)</sup>, por lo que se tramitarán los procedimientos penales correspondientes.

(92) Vid. ALCALÁ DÍAZ, "El deber de fidelidad de los administradores", en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (Coord. G. Esteban Velasco), Madrid/Barcelona, 1999, p. 452; del mismo autor, puede también verse "El conflicto de interés socio-sociedad en las sociedades de capital", RdS, núm. 9, 1997, pp. 89 y ss.

(93) Sobre este particular, puede verse PORTELLANO DÍEZ, *El deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocio*, Madrid, 1996; FERNÁNDEZ-ALBOR BALTAR, "La doctrina de las corporate opportunities en los Estados Unidos de América", RDBB, núm. 66, 1997, pp. 477 y ss.

(94) Sobre este particular, puede verse JUSTE MENCÍA, "Retribución de Consejeros", en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (Coord. G. Esteban Velasco), Madrid/Barcelona, 1999, pp. 497 y ss.; TUSQUETS TRÍAS DE BES, *La remuneración de los administradores en las sociedades mercantiles de capital*, Madrid, 1998.

(95) En relación con la crisis y posterior quiebra de la entidad "XM Patrimonios A.V., S.A." en septiembre de 1995, reviste especial interés la sentencia del Tribunal Supremo (Sala 2ª) de 14 de mayo de 1999 condenando al Presidente de dicha Agencia de Valores por apropiación indebida, y estableciendo la responsabilidad civil subsidiaria de la entidad "Inversafei, S.A."

## 6. Conclusiones

Visto que las referencias de la jurisprudencia contencioso-administrativa en materia de mercados de valores están sistemáticamente sembradas de referencias a los artículos 127 y 133 de la Ley de Sociedades Anónimas, así como a las categorías de culpa y negligencia establecidas por la LDIEC, no nos resta más que concluir que un análisis casuístico de dicha jurisprudencia pone de manifiesto la extraordinaria onerosidad con que los tribunales vienen interpretando los estándares de diligencia exigibles a los administradores y directivos en este sentido.

Sin perjuicio de los ejemplos concretos antes citados, interesa en particular destacar las diferentes manifestaciones que adquiere la determinación de la responsabilidad por omisión.

En la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de marzo de 1998 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Ramírez Bañares/Banesto Fondos SGIIC (I)*, y aludiendo al deber de diligencia que a los administradores impone el artículo 127 de la LSA, la sentencia concluye que *es posible la exigencia de responsabilidad por la inactividad del sujeto, cuando el ordenamiento jurídico le impone una actuación positiva* y especialmente, cuando lo sitúa en posición de garantía si bien, en todo caso, también esta conducta omisiva requiere la concurrencia del elemento intencional o negligente...”.

En la Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1998 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) recaída en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios, S.A., S.G.C.*, la Sala formula con rotundidad una inversión de la carga de la prueba, consistente en que, una vez probado por la administración que el expedientado formaba parte del Consejo y probada la infracción, corresponde ya al administrador acreditar que tomó las medidas necesarias para evitar la situación que ocasionó la imposición de la sanción. En la práctica, ello da lugar a una esfera residual de “responsabilidad por omisión” muy considerable<sup>(96)</sup>.

En ocasiones, la tendencia a extender la responsabilidad a los administradores por lo que se percibe como una actitud omisiva desdibuja el análisis específico del dolo o de la culpa hasta el punto de que la Sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de marzo de 1994 (Ponente: A. Roldán Herrero), recaída en el asunto *E. Pastor/Eurocapital SVB*, viene a manifestar que “...si bien el dolo o culpa no se exige en los artículos 95 y 105 LMV en la forma en que lo hace el artículo 15 LDIEC, en todo caso es perfectamente admisible un cierto grado de reprochabilidad en el expedientado, dada su posición privilegiada en

<sup>(96)</sup> En el mismo sentido, puede verse la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: M. Pedraz Calvo) recaída en el asunto *C. Entrena Palomero/Nebursa*.

la entidad infractora, por cuya razón es exigible especial dedicación, con independencia de que cumplierse con ella o no, que se limitase o no a firmar al dictado a cambio de ciertos emolumentos que se suponen atractivos...”.

Tras una apreciable consolidación de la doctrina jurisprudencial en las sentencias tanto de la Audiencia Nacional como del Tribunal Superior de Justicia de Madrid antes comentadas, la Sentencia del Tribunal Supremo de 8 de febrero de 1999 (Ponente: O. González González) aborda de forma novedosa el problema de la responsabilidad de los administradores de una institución de inversión colectiva por irregularidades en la contabilidad y simulación de transferencias de titularidad en determinados valores. Los hechos probados pusieron de manifiesto que uno de los administradores había padecido una grave enfermedad que, con carácter general, le mantuvo apartado de la dirección efectiva de la sociedad, impidiendo su conocimiento y participación en los hechos objeto de la sanción.

Tras este pronunciamiento, pueden resultar de más difícil encaje aquellas construcciones en las que se viene a establecer una cuasi equiparación entre la mera pertenencia al Consejo de Administración y la existencia de *culpa in vigilando* si la sociedad comete una infracción grave o muy grave. En este sentido, puede citarse la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: S. Soldevilla Fragoso) recaída en el asunto *Administradores de NEBURSA*; en esta resolución judicial se afirmaba, entre otras cosas, lo siguiente:

“...los Consejeros de una Sociedad deben estar en posesión de los conocimientos necesarios para gestionarla correctamente, lo que incluye el poder detectar la comisión de irregularidades que merecen la mayor reprobación sancionadora (faltas muy graves y graves) (...) Es indudable que la simple pertenencia a un Consejo de Administración, la simple titularidad del cargo, se traduce en una serie de potestades que se confieren a los nombrados, justamente para ser utilizadas en orden a prevenir situaciones como la enjuiciada; el descuido en el ejercicio de esas facultades, que aboca a la Sociedad a la comisión de una falta muy grave, implica un grado de negligencia o culpa suficiente para entender satisfecha, desde la óptica constitucional, la exigencia que dimana del nuevo artículo 105.a) LMV...”

No debe olvidarse, como correctamente afirma la Sentencia de la Audiencia Nacional (Ponente: M. Pedraz Calvo) de 11 de septiembre de 1998 recaída en el asunto *P. de la Nuez/Gestinpasa*, que al colocarse al administrador en la situación de garante, se le ha encomendado la realización de actividades *racionalmente posibles*. No parece racional, ni resulta posible exigir de un administrador, que haga labores de “detective” permanente de los directivos y restantes empleados de la entidad, todo ello sin menoscabo de los deberes de informarse, vigilar e investigar que indudablemente tiene.

VIII. CAUSAS DE EXONERACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD

Una vez examinadas las causas o motivos que pueden determinar la responsabilidad de los administradores o directivos de las entidades sancionadas, pasamos a examinar las causas de exoneración de dicha responsabilidad, debiendo a tal efecto distinguirse entre las siguientes: (i) fuerza mayor o caso fortuito; (ii) inasistencia a los Consejos por causa justificada; (iii) imputabilidad exclusiva a Comisiones Ejecutivas, Consejeros-Delegados o Directores Generales y asimilados; (iv) realización de actividades racionalmente posibles, y (v) error invencible.

1. Fuerza mayor

Al igual que se ha delimitado por parte de la doctrina penalista, la fuerza mayor o el caso fortuito pueden definirse como aquellos supuestos de realización accidental, es decir, no dolosa ni imprudente, de la parte objetiva de un tipo sancionador. Ello supone que el hecho que pudiera motivar la responsabilidad administrativa del expedientado se hizo sin intervención alguna de la voluntad del mismo, es decir, de forma imprevisible e inevitable.

La sentencia de la Audiencia Nacional de 30 de septiembre de 1996 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Loring Tassara/Sistemas Financieros* manifestaba lo siguiente:

“...cuando una sociedad incurre en la conducta prohibida, el administrador, para eludir su responsabilidad, habrá de al menos alegar, aportando hechos concretos, que efectivamente actuó tratando de esclarecer y resolver la actuación prohibida o *bien que no lo hizo por concurrencia de fuerza mayor o caso fortuito* (...) Cuestión distinta es la concurrencia de especiales circunstancias que hicieran imposible la actuación de quien es garante; pero tales circunstancias han de ser alegadas de forma racional y fundada...”

Aunque no existen muchos ejemplos, en la sentencia ya citada del Tribunal Supremo de 8 de febrero de 1999 recaída en el asunto *J. Maldonado Chiarri y otros administradores de General de Mediación y Bolsa, S.V.B.*, se determinó que la grave enfermedad de uno de los administradores, lo que provocó sus repetidas ausencias del país para tener tratamiento médico, y la delegación de sus funciones en dos Directores Generales, impidiéndole realizar una vida normal y tener plena dedicación profesional, motivó el que ni tuviera conocimiento de las actuaciones irregulares, ni intervención alguna en las mismas. Con ello, la sanción que le había sido impuesta fue revocada.

## 2. Inasistencia a los Consejos por causa justificada

En los casos de ausencia, parece evidente que aquellos administradores que no participaron en la reunión no podrán ser, en principio, considerados responsables puesto que no han realizado ninguna contribución activa al hecho infractor.

Ahora bien, la respuesta no es siempre tan sencilla por las razones siguientes. Por una parte, es posible que el administrador ausente supiera que en la reunión se iba a resolver sobre la adopción y ejecución del hecho que motivó la infracción y precisamente por ello no quisiera asistir a la reunión cuando de haber asistido habría podido contribuir a evitar la infracción con su voto contrario; en este supuesto, podrían darse todos los requisitos de la comisión por omisión, es decir, la equiparación de la omisión del garante a la acción infractora. Por otra parte, administrar "los deberes" y de vigilar, que son inherentes a la diligencia exigible de todo administrador, debe llevar a concluir que la inasistencia no sólo puede constituir un motivo de excusa, sino que, por el contrario, constituye un indicio de negligencia y desinterés culpable.

Por todo ello, debe estimarse que la referencia hecha por el art. 15.2.a) LDIEC es técnicamente correcta en la medida en que traslada el eje del problema no ya a la ausencia, sino a si la misma fue justificada o no. En la práctica, ello supone tanto como desplazar la carga de la prueba al administrador que deberá estar en situación de causalizar dicha inasistencia y acreditar que la misma fue justificada.

Un análisis de la jurisprudencia pone de manifiesto, por ejemplo, que no se considera causa justificada el que los expedientados no fueran citados a reunión alguna del Consejo de Administración durante el período examinado en el procedimiento sancionador; como afirmara la Sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de enero de 1998 (Ponente: F. Delgado Rodríguez) recaída en el asunto *Administradores de Ges Mediterráneo SGIIC* no solo ello no supone exoneración alguna de responsabilidad "sino que debe estimarse como una actitud negligente ya que se desentienden del cumplimiento de sus obligaciones y no realizan actividad alguna para exigir actuaciones del Consejo de Administración durante un año..."

En la práctica, entendemos que se trata de una de las causas de exoneración de responsabilidad con escasa proyección toda vez que es poco frecuente que el hecho ilícito que motiva la infracción de la entidad (y como es evidente, la omisión de los deberes legales correspondientes) se haya cometido en un determinado Consejo como resultado de la adopción de un acuerdo; lo cierto es que las infracciones suelen manifestarse como conductas de tracto sucesivo o, si se trata de un hecho puntual, es raro que se adopten formalmente por el Consejo.

### 3. Imputabilidad exclusiva a Comisiones Ejecutivas, Consejeros-Delegados o Directores Generales y asimilados

La Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de julio de 1998 (Ponente: S. Soldevilla Fragoso) recaída en el asunto *Administradores de NEBURSA* ha recordado que no basta querer "...descargar todas las responsabilidades en un empleado de la Sociedad, sin concretar la razón de su exclusiva culpa, ni los poderes que tenía en el seno de la empresa, ni la razón por la que deba exonerarse al Consejo, primer responsable según la Ley...".

Ahora bien, lo que resulta evidente es que la concurrencia en una misma persona de la condición de administrador y Director General puede agravar su deber de diligencia y, por tanto, su responsabilidad. En este sentido se pronuncia la Sentencia de la Audiencia Nacional de 10 de julio de 1998 (Ponente: F. Benito Moreno) en el asunto *I. Ramírez Bañares/Banesto Fondos SGIIC (II)* en donde se afirma que "...de los cuatro miembros del Consejo de Administración, máximo responsable del funcionamiento de la entidad, uno de ellos (el recurrente) ostentaba además la Dirección General de la Sociedad, correspondiéndole, por tanto, el más alto grado de las funciones ejecutivas...".

Igualmente, la Sentencia del Tribunal Supremo de 8 de febrero de 1999 (Ponente: O. González González) recaída en el asunto *Z. Jiménez de Lucio/Ges Mediterráneo* ponía de manifiesto que "...no sólo era miembro del Consejo de Administración, sino que además era Directora General, encargada de las operaciones de la entidad, y, por lo tanto, debía conocer la actividad desarrollada por ésta en el día a día, y estaba obligada a decidirla, pese a lo cual abandonó completamente sus obligaciones, dejando que fuese otra persona la que tomara las decisiones, contribuyendo con su *actitud omisiva* a la realización de las mismas"<sup>(97)</sup>.

En parecido sentido se había pronunciado ya la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 3ª) de 17 de noviembre de 1998 (Ponente O. González) recaída en *asunto C.P. Romero Gil-Delgado/General de Mediación y Bolsa* de forma mucho más tajante. Efectivamente, dicho pronunciamiento llegó a afirmar lo siguiente:

"...aunque otra persona declare la autoría de los actos objeto de expediente sancionador, pues al margen de ser posible en el ámbito sancionador supuestos de coautoría, es perfectamente compatible la conducta activa del confeso, con la omisiva y negligente del recurrente..."

---

(97) RJ 1518.

Es otras palabras, el Tribunal Supremo ha venido a dejar muy claro que las conductas dolosas atribuibles a otras personas físicas o jurídicas no excluyen la responsabilidad de los administradores o directores, bien a título de dolo, bien a título de culpa.

En todo caso, no deja de ser importante el "portillo" que deja abierto la Sentencia del Tribunal Supremo de 8 de febrero de 1999 (Ponente: O. González) recaída en el asunto *J. Maldonado Chiarri y otros administradores de General de Mediación y Bolsa, S.V.B.* "... y que ..." merece una especial atención. Efectivamente, en un considerando importante, el Tribunal Supremo viene a establecer un doble requisito para invocar la posible exoneración de responsabilidad por parte del administrador, que se concreta de la forma siguiente:

(a) cuando los actos ilegales se adoptaron por otros órganos directivos, sin la participación del Consejo de Administración; y

(b) cuando se trata de conductas que, por su naturaleza (simulación, falsedad, apropiación indebida), tienden a enmascararse, ocultarse o sustraerse al conocimiento de los miembros de aquél por los que verdaderamente han sido sus autores.

Quiere ello decirse que no solo basta que el Consejo de Administración no haya intervenido en modo alguno en la comisión del acto ilícito sino que se exige además que dicho acto sea de tal naturaleza que tienda a sustraerse al conocimiento de dicho Consejo debido a su carácter oculto o secreto.

Por último, un análisis de la jurisprudencia pone de manifiesto que puede no ser admisible como causa de exoneración el que se afirme que la Comisión Ejecutiva no cumplía en la realidad función alguna o que una Comisión Delegada ejercía el "total de facultades del Consejo" si resulta acreditado que el expedientado era Director General (vid. Sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de marzo de 1994, asunto *E. Pastor/Eurocapital SVB*).

#### 4. Realización de las actividades racionalmente posibles

La culpabilidad del administrador o directivo debe encontrar su límite lógico en la capacidad y compromiso efectivo del administrador o directivo por evitar la comisión de la infracción que se le imputa; desde esta perspectiva, la realización de todas las actividades que pudieran considerarse como racionalmente posibles por parte del administrador o directivo deberá considerarse como un motivo de exoneración de toda responsabilidad.

En sentencia de 19 de junio de 1997 (Ponente: M. Pedraz Calvo) recaída en el asunto *P. Lecuona Ortúzar/Bolsa 8*, la Audiencia Nacional ha manifestado "...que los administradores han de *hacer todo aquello* que una actuación dili-

gente exija...". De modo similar se pronuncia la Sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de marzo de 1998 (Ponente: C.M. Montero Elena) recaída en el asunto *I. Ramírez Bañares/Banesto Fondos SGIIC (I)*, en la cual, aludiendo al deber de diligencia que a los administradores impone el artículo 127 de la LSA, la sentencia concluye que "...es fácil comprender que los administradores, quienes tienen la obligación de adoptar las medidas necesarias para asegurar una ordenada gestión societaria y los medios jurídicos para realizar su función, son responsables por el resultado de tal gestión, salvo que resulte acreditado que emplearon todos los instrumentos jurídicos a su alcance para conocer y corregir la situación prohibida por la Ley...".

Ahora bien, ¿dónde acaba esta formulación tan genérica? ¿Cuáles son los límites objetivos de este deber? ¿Cuándo puede considerarse que el administrador o el directivo han hecho "lo suficiente"?

Estas interrogantes resultan especialmente llamativas en algunos casos de incumplimiento de normas de supervisión prudencial, que podríamos denominar "incumplimientos técnicos" por tratarse de cuestiones de ratios, coeficientes, etc. Sin negar la indudable importancia que reviste el cumplimiento de estas normas, la operativa de la entidad deriva, en ocasiones, a situaciones de pérdidas o quebrantos patrimoniales, que son inevitables y no dependen de la voluntad de los administradores ni de los directivos de la entidad. Frecuentemente, se trata de poner remedio a esta situación coyuntural de pérdidas confiando en que la propia operativa de la entidad recuperará por sí misma la solvencia perdida; de esta forma, se sigue "hacia delante" y se puede producir inmediatamente un incumplimiento de las normas técnicas a que antes hemos hecho referencia. Cuando no existe manipulación de la contabilidad y ha habido absoluta transparencia con la CNMV, las sanciones se nos antojan rigurosísimas.

Ahora bien, no podemos dejar de poner de manifiesto los peligros que supone construir una responsabilidad por culpa de administradores y directivos por el mero hecho de que las operaciones por las que se sanciona a la persona jurídica sean cuantitativamente importantes; en este sentido, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1998 (Ponente: J. Guerrero Zaplana) recaída en el asunto *J. Sánchez Rincón/Gestión Integral de Patrimonios, S.A., S.G.C.* manifestaba que no podía aceptarse "...que un integrante del Consejo de Administración (con la obligación de honorabilidad personal y profesional que le impone el R.D. 1393/90) así como con los conocimientos y experiencias adecuados a la actividad a desarrollar por estas entidades) pueda ser ajeno a unas operaciones de notable importancia para la sociedad...".

La construcción es aparentemente sugerente: cuanto mayor sea en términos cuantitativos la operación en que se sustancia la infracción, menos verosímil serán aquellos argumentos del administrador expedientado sobre el que era ajeno a las mismas. Ahora bien, de menor o mayor importancia, notable o insignificante, lo cierto es que lo determinante es si el administrador o directivo

conocieron o deberían de haber conocido desplegando aquella actividad racionalmente posible los hechos objeto de la sanción.

En definitiva, ni una inadmisibles extensión de la *culpa in vigilando* más allá de los límites de lo racionalmente posible, ni el argumento de que los hechos eran en sí mismos de suficiente relevancia o entidad, pueden sustituir el necesario análisis pormenorizado y casuístico de la culpabilidad de la persona expedientada.

### 5. Error invencible

La relevancia del error en el Derecho Administrativo Sancionador es corolario del principio de dolo o culpa. Al vincularse la responsabilidad a una previa conducta culpable el error desempeña un papel protagonista, pues su presencia puede determinar la exclusión absoluta o relativa de responsabilidad.

Concretamente, y sin entrar aquí en el análisis y tipología de los diferentes tipos de errores, el error objetivamente invencible o creencia racionalmente fundada de que concurren los presupuestos para que la conducta sea ajustada a Derecho o, lo que es lo mismo, la ignorancia fundada de la ilicitud del hecho constitutivo de la infracción (error de prohibición), es una causa de exoneración de la responsabilidad administrativa, al igual que lo es de la responsabilidad penal por aplicación del artículo 14 del Código Penal<sup>(98)</sup>.

La absoluta erradicación de la responsabilidad objetiva y la consiguiente exigencia de culpa o dolo conllevan la relevancia del error. El punto de partida de su admisibilidad expresa como de exoneración de la responsabilidad administrativa viene recogido por la Sentencia 76/1990 de 26 de abril (FJ 4), referida a la reforma de la LGT, al señalar lo siguiente:

“...Si no hay responsabilidad objetiva, no es necesario que se haga constar expresamente el error de Derecho como causa que exonere de dicha responsabilidad, más ello no significa que resulte irrelevante (...) Precisamente porque la ley vincula esta responsabilidad a una previa conducta culpable, es evidente que el error de Derecho —singularmente el error invencible— podrá producir los efectos de exención o atenuación que le son propios en un sistema de responsabilidad subjetiva...”

Pues bien, un análisis de la jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo (Sala 3ª) no permite abrigar duda alguna acerca de la aplicabilidad de esta circunstancia eximente de la responsabilidad.

(98) Para un excelente análisis de la problemática del error en el contexto del estudio de la culpabilidad, puede verse el estudio de GONZÁLEZ PÉREZ & GONZÁLEZ NAVARRO, cit. supra, vol. II, pp. 2638 y ss.

Así, la sentencia del Tribunal Supremo de 23 de diciembre de 1997 estimaba el recurso de apelación y anulaba las resoluciones sancionadoras por ocupación de terrenos en zonas de dominio público sin autorización<sup>(99)</sup>. En palabras del propio Tribunal Supremo, "...esta situación incide en el plano de la culpabilidad del actor *quien actúa bajo la creencia de estar respaldado por una autorización válida* que le habilitaba para ocupar los terrenos de la playa por los que es sancionado, por lo que no se puede apreciar la culpabilidad del actor...".

De igual forma, en sentencia del Tribunal Supremo (Sala 3<sup>a</sup>) de 8 de marzo de 1993 (Ponente: García Carrero), la Sala desestima el recurso de apelación interpuesto por el Abogado del Estado contra sentencia que anuló por sanción impuesta a la Mutua Patronal de Accidentes de Trabajo, por no haber satisfecho al beneficiario la prestación económica por invalidez transitoria laboral desde enero de 1980 en que dejó de percibirlo de su empresa, en pago delegado por encontrarse la empresa en situación de descubierto respecto al pago de las cuotas de la Seguridad Social desde hacía 4 años. Considera el Tribunal Supremo que en el "...comportamiento de la Mutua Patronal se aprecian motivaciones y estímulos de significación análoga al *error de prohibición o falta de constancia de su ilegalidad*; comportamiento omisivo que de los antecedentes disponibles en las actuaciones no permiten relacionarlo causalmente con la posible desidia o negligencia de la Mutua Patronal...".

Pues bien, siendo evidente que la ignorancia de las leyes no excusa de su cumplimiento (art. 6.1 C.Civil)<sup>(100)</sup> y que debe presumirse por otra parte que los administradores y directivos de las entidades de valores tienen un elevado grado de formación y preparación, lo cierto es que existen normas técnicas complejas y tipos muy abiertos que permiten un amplio margen interpretativo. Si existe un ámbito en el que la interpretación de las normas reviste indudable

---

(99) Se trataba de la instalación de mesas y sillas en la zona de la Playa de Maspalomas, en la que la ocupación de los bienes en la zona de carácter demanial venía realizándose en virtud de autorización otorgada por el Ayuntamiento de San Bartolomé de Tirajana, que durante 10 años había otorgado la ocupación de esa zona a varios comerciantes del ramo de la hostelería.

(100) No podemos dejar de poner de manifiesto, sin embargo, la alarma que ha suscitado en nuestra doctrina administrativista la proliferación de normas cada vez más complejas y numerosas. En palabras de A. NIETO, "...esta es una de las manifestaciones más alarmantes del Estado moderno: impone a los ciudadanos obligaciones que éste ni conoce ni puede conocer y le sanciona por su incumplimiento. Quienes se escandalizan por la existencia de leyes secretas del viejo Estado absoluto no se percatan de que hoy la situación es en este punto incomparablemente peor. Y quienes demuestran la arbitrariedad punitiva de aquel Estado no quieren reconocer que hoy, por lo dicho, todo ciudadano está en manos de la Administración, de cuya arbitrariedad —hoy tolerante, mañana severa— depende la imposición de sanciones". Vid. NIETO, *Derecho Administrativo Sancionador*, cit. supra, p. 371.

complejidad es en el Derecho del mercado de valores; por ello, el error invencible puede constituir una realidad fuera de toda duda.<sup>(101)</sup>

## IX. CONCLUSIONES

El análisis de la jurisprudencia contencioso-administrativa recaída en materia del Derecho del mercado de valores sobre responsabilidad de los administradores y directivos permite concluir con una primera constatación: salvo contadísimas excepciones, la práctica totalidad de las resoluciones sancionadoras recaídas en vía administrativa han sido confirmadas en su integridad. Únicamente, en algunos casos muy puntuales, se ha procedido a moderar la cuantía de la sanción impuesta por aplicación del principio de proporcionalidad o se ha revocado parcialmente la resolución administrativa por haberse vulnerado el principio *non bis in idem*. En cuanto al fondo del asunto, y salvo contadísimas excepciones, no existe prácticamente jurisprudencia por la que se revoque la resolución administrativa. En consecuencia, y en términos prácticos, puede concluirse que el administrador o directivo que haya sido sancionado por la Administración tiene poquísimas probabilidades de que el recurso vaya a mejorar su suerte.

Ello plantea una serie de interrogantes no exentas de interés y complejidad. Por una parte, ello podría atribuirse a la mayor calidad y rigor con que se instruyen los expedientes sancionadores en sede administrativa por parte de la CNMV, lo que puede ser una indudable indicación del buen funcionamiento de agencias administrativas independientes en nuestro país<sup>(102)</sup>. Por otra parte, podría argumentarse que la complejidad técnica de la mayoría de las cuestiones que se ventilan por tratarse de un ámbito del ordenamiento jurídico muy concreto dificultan una adecuada valoración de las cuestiones de fondo que se plantean a los órganos jurisdiccionales, lo que plantea una vez más la conveniencia de crear salas especializadas en esta materia. Finalmente, podría también concluirse que las personas sancionadas eran en todos los casos "responsables" de las infracciones que se les imputaban, por lo que la conclusión no podría ser otra, interpretación esta ciertamente discutible.

(101) Como es sabido, si el error no era invencible, podrá constituir en todo caso un argumento que incida sobre la graduación de la sanción.

(102) Sobre las agencias administrativas independientes, pueden verse los trabajos de MORENO MOLINA, *La administración por agencias en los Estados Unidos de América*, Madrid, 1995; BETANCOR RODRÍGUEZ, *Las Administraciones independientes: un reto para el Estado Social y Democrático de Derecho*, Madrid, 1994; SALA ARQUER, "El Estado neutral: contribución al estudio de las administraciones independientes", REDA, núm. 42, 1984, pp. 401 y ss.

Con independencia de la conclusión que quiera adoptarse, incluso si se trata de una combinación de ellas, no podemos dejar de poner de manifiesto lo siguiente. Es cierto que tanto la CNMV como los tribunales insisten una y otra sobre la necesidad de la concurrencia del elemento subjetivo de la infracción, bien en su manifestación de dolo o intencionalidad, o culpa o negligencia, sin que resulte posible la imputación del resultado desde principios objetivos de responsabilidad. No obstante, en la práctica, salvo que el administrador tenga una causa de exoneración clara y específica, se constata la existencia de una responsabilidad cuasi-objetiva aunque no se diga, de tal suerte que, sancionada la persona jurídica, sigue casi automáticamente la sanción al administrador.

El Tribunal Constitucional ha sentado que la aplicación de los principios inspiradores del Derecho penal al ámbito del Derecho administrativo sancionador no puede hacerse mecánicamente y sin matices. Ahora bien, estos "matices" no pueden querer decir que los tribunales caigan en el expediente fácil de deducir mecánicamente la culpabilidad de los administradores y directivos siempre que se haya producido una infracción por parte de la persona jurídica. No basta testimoniar de manera formalista el reconocimiento de la necesaria culpabilidad y la imposibilidad de sancionar sobre la base de criterios de responsabilidad objetiva, como tampoco basta "reciclar", de forma un tanto mecánica, los hechos y fundamentos de Derecho en que se sustentaba la sanción en vía administrativa; sería deseable constatar un análisis pormenorizado de la conducta específica del administrador o directivo expedientado.

A nuestro juicio, existe una evidente tendencia en la jurisprudencia a trasladar de forma mecanicista determinadas hipótesis que, si bien pudieran ser consideradas razonables en abstracto, deben contrastarse siempre con la realidad de los hechos. Así, nos parece que hay un abuso claro del razonamiento lógico-deductivo consistente en afirmar que, puesto que el administrador tiene unas elevadas obligaciones de diligencia, puesto que se le presuponen especiales conocimientos y experiencia en el sector y puesto que los hechos imputados revisten generalmente una clara relevancia para la entidad, debió ser responsable, al menos, por omisión. En definitiva, existe un cierto abuso de fórmulas estereotipadas<sup>(103)</sup> y escaso análisis de la conducta individual del administrador o directivo sancionado; en la práctica, ello supone prácticamente sancionar al administrador o directivo en todos los casos, por lo que nos acercamos peligrosamente a un modelo de responsabilidad objetiva.

---

(103) El abuso de fórmulas estereotipadas resulta ya especialmente preocupante cuando los propios Fundamentos Jurídicos se "fusilan" *in toto* de una sentencia a la otra. No cabe duda de que el ordenador y los programas de tratamiento de textos son los principales aliados del principio de responsabilidad objetiva...

Por último, no podemos dejar de constatar la peligrosa tendencia que se ha venido consolidando en la jurisprudencia analizada de deducir la responsabilidad del administrador en función de la magnitud o trascendencia de la operación ilícita que está en la base de la determinación de responsabilidad; con ello, parece ignorarse que muchas veces el administrador ni conocía los hechos, ni podía razonablemente esperarse de él que los conociera por mucho que hubiera desplegado deberes de vigilancia y de supervisión. Ello conduce a una inadmisibles exte nsión de la responsabilidad "por omisión" por vía de la *culpa in vigilando*, que es *de facto* equiparable a una responsabilidad objetiva. Bien está que los deberes y obligaciones de los administradores y directivos de intermediarios del mercado de valores sean especialmente onerosos por la especial trascendencia del sector y de los bienes jurídicos tutelados pero ello no puede traducirse en una transgresión *de facto* de los límites constitucionales antes examinados. La reciente aparición de algunas importantes sentencias en las que se acota el ámbito de la responsabilidad de los administradores a aquellas actividades que fueran "racionalmente posibles" para el administrador puede corregir esta perniciosa tendencia.

No cabe duda que con la experiencia acumulada hasta la fecha, la CNMV ha puesto de manifiesto los problemas que en materia de tipificación de infracciones y determinación de sujetos infractores venía encontrando a la hora de aplicar el régimen sancionador. Así, la reforma operada con la Ley 3/1994, de 14 de abril, y recientemente con la Ley 37/1998 de reforma del Mercado de Valores, han servido para mejorar los tipos de infracción y la delimitación de los sujetos infractores, dotando con ello a nuestro Derecho del mercado de valores de un régimen de responsabilidad administrativa más coherente, sistemático y eficiente. Pues bien, 10 años después de la entrada en vigor de la LMV, las exigencias de una tutela judicial efectiva en el ámbito sancionador demandan una urgente revisión de esta asignatura pendiente, como es acomodar la necesaria exigencia de responsabilidad a administradores y directivos a los imperativos constitucionales, no sólo en un plano formal sino en un plano material<sup>(104)</sup>.

(104) Para una nítida exposición de estas cuestiones y de la problemática general de los derechos constitucionales en el ámbito del mercado de valores puede verse la interesante monografía de SUÁREZ DE LEZO CRUZ-CONDE, *La tutela judicial en el mercado de valores*, Madrid, 1999, pp. 124 y ss.