

El Caso Tesla: El abuso de mercado en el marco de una oferta pública de exclusión

Autora: Iris Rivas Matavera

Tutor: David Aviles Herrera

Departament: Dret Privat

Grau: ADE + Dret

Curs acadèmic:2018-2019

Resumen y palabras clave

El presente trabajo tiene como objetivo el análisis de la nueva regulación en materia de abuso de mercado, aplicándola para la calificación y posterior enjuiciamiento de un caso de oferta pública de exclusión en la que, los agentes del mercado que llevaran a cabo dicha operación, la compañía Tesla, Inc, y su Director General, Elon Musk, cometieron una presunta manipulación de mercado. Para la realización de ese análisis, se exponen los hechos acaecidos para su posterior calificación y enjuiciamiento, realizando una comparativa del procedimiento sancionador, infracciones y sanciones aplicadas por los organismos competentes que enjuiciaron el caso en los Estados Unidos, y contraponiéndolo a la regulación mercantil y penal aplicable en España. Todo ello en el marco de un procedimiento de oferta pública de exclusión, explicada en base a la normativa española.

CNMV, Abuso de mercado, Reglamento 496/2014, Tesla, OPA, Mercados Financieros

Abstract and key words

Title: *The Tesla Case: Market abuse in the context of an exclusion takeover bid*

In a free market economy the price of the financial resources plays a crucial role in the redistribution of these resources from savers to investors. Last November, Spain amended law on market abuse to include the new Regulation launched by the European Union, and with this paper we are going to analyze the way that this new law protected the financial markets. The aims of this paper is to analyze the new market abuse in the context of an exclusion takeover bid, done by Tesla, Inc. and its CEO, Elon Musk, and compare its implementation with the implementation of the American market abuse, the procedure followed and the sanctions imposed by the American authorities. In order to decide if the American authorities was too benevolent, in the view of the gravity of the facts, this paper are going to explain the procedure that Tesla should have followed to made an exclusion takeover bid and the way that the Spanish authorities could implemented the market abuse regulation if this facts happened in Spain. In addition, with the purpose of analyze the market abuse made by Tesla and Elon Musk we are going to use, not only the administrative or civil regulation but also the penal regulation to compare Spanish implementation of market abuse regulation with American ones.

CNMV, Market Abuse, Regulation 496/2014, Tesla, Takeover bid, Financial Markets

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	3
I. CASO TESLA.....	4
1. La empresa: Tesla Motors Inc.....	4
2. Fraude en la declaración de privatización de las acciones de la compañía y la consiguiente alteración del precio de cotización	4
2.1 <i>Antecedentes del Caso Tesla: El Fondo Soberano de Arabia Saudí y los especuladores</i>	4
2.2. <i>Las declaraciones realizadas a través de Twitter y el blog de Tesla</i>	5
2.3. <i>La reacción del mercado ante las declaraciones</i>	7
3. La infracción del derecho del mercado de valores: Los cargos presentados por la SEC contra Tesla y Elon Musk	9
3.1 <i>¿Hubo una alteración fraudulenta del precio de mercado en el Caso Tesla?: Los cargos presentados por la SEC contra Tesla y Elon Musk</i>	10
4. Cuantificación de los daños económicos.....	13
5. Las sanciones derivadas de las declaraciones de Elon Musk.....	16
II. LA CALIFICACIÓN DEL CASO TESLA SEGÚN LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA	19
1. Elementos clave a tener en cuenta en el análisis de los hechos del caso	19
1.1. <i>Introducción a la normativa reguladora de los Mercados Financieros</i>	20
2. La regulación mercantil y penal en materia de alteración del valor de acciones cotizadas	22
2.1. <i>Las conductas constitutivas de abuso de mercado: El TRLMV, el Real Decreto-Ley 19/2018 y el Reglamento 596/2014</i>	22
2.2. <i>El régimen de prevención, supervisión y sanción en materia manipulación de mercado</i>	32
2.3. <i>La coexistencia de la regulación penal y administrativa en materia de manipulación de mercado: El principio de non bis in ídem</i>	35
3. La oferta pública de exclusión: Procedimiento, fases y requisitos para excluir acciones cotizadas de la negociación	36
3.1. <i>El acuerdo de la Junta General autorizando la OPA de exclusión</i>	38
3.2. <i>La regulación sobre la contraprestación en las OPAs: El informe de valoración y el precio equitativo</i>	40
3.3. <i>El procedimiento y los requisitos necesarios para la tramitación de la OPA de exclusión</i>	41
3.4. <i>Las sanciones derivadas del incumplimiento de la normativa de ofertas públicas de adquisición</i>	44
CONCLUSIONES	46
BIBLIOGRAFÍA Y WEBGRAFÍA.....	47
LEGISLACIÓN Y JURISPRUDENCIA	49
ANEXOS	51
Anexo 1: Cronología de los hechos.....	51
Anexo 2: La metodología de cálculo de la cuantificación de daños	53
Anexo 3: Cálculo de los métodos de valoración de la contraprestación de la OPA y el precio equitativo	61
Anexo 4: Modelos de documentos de información sobre Acciones y Participaciones Propias	65

INTRODUCCIÓN

Los mercados financieros son uno de los grandes pilares que sustentan las economías, tanto a nivel nacional como internacional, cuya finalidad es captar el excedente de recursos financieros de los oferentes y canalizarlos hacia los demandantes de esos recursos. Para su correcto funcionamiento es necesario garantizar la correcta concurrencia de los agentes que interactúan en ese mercado, evitando y corrigiendo aquellos comportamientos que podrían causar una alteración en la libre formación de los precios los precios e información de los recursos financieros.

La importancia de los mercados financieros para las economías modernas y la necesidad de preservar su correcto funcionamiento han sido los motivos fundamentales de la elección de este tema. En el presente trabajo, partiremos de un supuesto en el que fruto de las actuaciones de unos agentes del mercado, la sociedad americana Tesla, Inc., y su Director General, Elon Musk, se alteró la libre concurrencia en el mercado y la libre formación del precio de las acciones de esa compañía. Los agentes de mercado analizados, llevaron a cabo unas declaraciones en relación a una presunta operación de exclusión de cotización y como consecuencia fueron sancionados por el organismo regulador del mercado de valores americano, por declaraciones falsas o engañosas en relación a esas acciones.

Para el análisis de los hechos del presente caso, plantearemos una hipótesis que se fundamenta en dos elementos. Por un lado, en base a la gravedad de los hechos, plantearemos que en el supuesto que estos mismos hechos hubieran ocurrido en el territorio español, aunque la calificación llevada a cabo por los organismos competentes españoles sería similar a la realizada por los órganos americanos, las sanciones aplicadas serían de mucha mayor entidad, pudiendo llegar a la apertura de un procedimiento sancionador penal. Por otro lado, plantearemos que el procedimiento necesario para la exclusión de cotización de las acciones de una compañía reviste mucha más complejidad de la expresada por Musk en sus declaraciones.

El presente trabajo, dividido en dos capítulos, tiene como objetivo analizar cómo debería ser la aplicación de la nueva normativa del mercado de valores en un supuesto de presunto abuso de mercado en el marco de una operación de exclusión de cotización de acciones, y establecer el procedimiento necesario para llevar a cabo esa exclusión.

En el primer capítulo, se expondrán los antecedentes del caso y hechos sucedidos, cuantificando los daños causados y analizando la calificación llevada a cabo por los organismos competentes americanos para poder así establecer los elementos definitorios de las infracciones cometidas y las sanciones impuestas según la normativa americana.

En el segundo capítulo, dividido en tres apartados, procederemos a llevar a cabo una breve exposición de los hechos relevantes, fundamentales para el posterior análisis. Una vez expuestos, en el apartado dos y tres de este segundo capítulo, se procederá al análisis de la normativa aplicable y a la posterior calificación de los hechos, y establecimiento del correcto procedimiento que debería haber llevado a cabo la compañía para la exclusión de cotización de sus acciones.

Para la realización de este trabajo utilizaremos tanto fuentes primarias como secundarias. Las fuentes primarias serán básicamente la normativa española, comunitaria y americana en materia de abuso de mercado y ofertas públicas de exclusión de cotización, mientras que las fuentes secundarias utilizadas serán libros, tanto físicos como en línea, artículos de revistas especializadas y de diario, y páginas web especializadas en esta materia.

I. CASO TESLA

1. La empresa: Tesla Motors Inc.

Tesla Motors, Inc. es una empresa norteamericana cotizada (NASDAQ: TESLA), fundada en 2003, que se dedica al diseño, fabricación y venta de coches eléctricos y componentes para los mismos. Aunque la compañía se fundó en 2003, no fue hasta el 2008 cuando Elon Musk pasó a ocupar el cargo de Director General. Musk. Con la incorporación de Musk el plan de la compañía quedó claro el desarrollo “*un coche insignia con un motor eléctrico que pudiera compararse con marcas de referencia en el mundo del automóvil, como Ferrari*”.¹ Después de la comercialización de varios modelos, tanto deportivos, como sedanes, todos ellos 100% eléctricos, Tesla tuvo una breve colaboración, entre 2011 y 2017, con la fabricante de coches Toyota, fruto de la cual se desarrolló el motor RAV-4, el motor que actualmente utilizan la mayoría de los vehículos híbridos y eléctricos de Toyota.

Actualmente, Tesla está produciendo el *Model 3*, un modelo mucho más grande que sus predecesores, con una batería de carga rápida y con el software y hardware necesarios para incluir la función de conducción asistida. En 2017, se empezó a comercializar este modelo, el cual aportó grandes beneficios a la compañía. A inicios de 2018, Tesla decidió empezar la producción de un *Model 3* más económico, el cual fue duramente criticado por la consultoría suiza UBS, que puso en duda la rentabilidad del mismo, en base a los datos obtenidos de una ingeniería inversa llevada a cabo.

A principios de agosto de 2018, más concretamente el 7 de agosto de 2018, el que en ese momento era el Director General de Tesla, Elon Musk, publicó en su cuenta de Twitter un tuit, en el que declaró su intención de privatizar las acciones a 420\$, punto de partida del presente trabajo, y este será el punto de partida del presente trabajo.

2. Fraude en la declaración de privatización de las acciones de la compañía y la consiguiente alteración del precio de cotización

Una vez introducida la empresa, Tesla, Inc, procederemos a llevar a cabo una breve descripción de los antecedentes y hechos fundamentales del caso que analizaremos, sentando así las bases de lo que posteriormente será un análisis económico-jurídico de los mismos. Para poder establecer con precisión lo sucedido, partiremos de la exposición de los antecedentes y hechos contenidos en las demandas que el organismo regulador del Mercado de Valores, la *Securities and Exchange Commission*, a partir de ahora denominada SEC, interpuso contra la compañía y Musk, y los iremos desarrollando para poder exponer los diferentes hechos relevantes, los cuales se resumirán en forma de tabla en el Anexo 1.

2.1 Antecedentes del Caso Tesla: El Fondo Soberano de Arabia Saudí y los especuladores

En primer lugar, desde aproximadamente dos años antes de las declaraciones, el Fondo Soberano o Fondo de Inversión Pública de Arabia Saudí, a partir de ahora denominado como FIB², que buscaba diversificar la economía del país más allá del petróleo, se interesó

¹ T. AND HYPERINK, Pauline, op. cit. pág. 11.

² El FIB es un fondo controlado por el príncipe heredero de Arabia Saudí, Mohammed bin Salman, el Gobierno del país y el Director ejecutivo Yasir Al-Rumayyan, cuya intención es diversificar la economía del país. Actualmente, se está involucrando en el sector de los vehículos eléctricos, con la compra del 5% de las acciones de Tesla y con la inversión de mil millones de dólares en la compañía Lucid Motors, competidora directa de Tesla. <<https://www.bloomberg.com>>.

en Tesla. El interés del FIB quedó más claro, cuando a principios de 2017, Musk tuvo tres o cuatro encuentros con representantes del mismo, en los que, según él, “se expresó verbalmente el deseo de invertir en Tesla (...) y llevar parte de la producción al Oriente Medio” (Fundamento de Hecho nº 17 SEC v. Elon Musk). Después de esos encuentros, el FIB y Musk no tuvieron más contacto, hasta el 31 de julio de 2018, cuando los representantes del Fondo visitaron la fábrica de Tesla, localizada en Fremont, California, donde tuvo lugar una reunión que duró, según lo que establece la SEC, entre 30-45 minutos.

Como consecuencia de dicha reunión, junto con el hecho de que el FIB adquirió cerca del 5% de las acciones de Tesla, Musk llegó a la conclusión de que el FIB apoyaba su decisión de sacar de cotización las acciones de la compañía, cosa que le llevó a comunicar vía correo electrónico sus intenciones a la Junta Directiva de Tesla. Según el Fundamento de Hecho 23, de la demanda que la SEC presentó contra Elon Musk, unos días antes de los *tweets*, que revolucionarían el mercado bursátil americano, el 2 de agosto, Musk envió un correo electrónico a la Junta Directiva, Director Financiero y Asesor Jurídico de la compañía, en el que expresaba su intención de sacar de cotización las acciones de Tesla. Al día siguiente, la Junta Directiva le llamó, y este les informó de la intención del Fondo de invertir en su empresa, siempre que esta fuera privada.

En segundo lugar, Musk es un firme opositor de los accionistas especuladores y veía la operación de privatización como un mecanismo para deshacerse de ellos. Unos meses antes de la declaración de privatización, publicó dos *tweets*, el 4 de mayo, donde daba a entender que “serían quemados”, y, posteriormente, otro, el 17 de julio, donde expresó que esos especuladores “tenían aproximadamente tres semanas antes de que sus posiciones en corto explotaran”, y pasados 21 días, es decir, 3 semanas, el 7 de agosto declaró la privatización de la compañía.

Por último, según la información recogida por la SEC, Musk habló, el 6 de agosto, un día antes de publicar el *tweet* sobre la privatización, con un especialista en fondos de capital privado, que le comentó que la operación de privatización que quería llevar a cabo no tenía precedentes, porque este tipo de operaciones se solía realizar con como máximo 300 inversores, mientras que Tesla, en aquel momento, contaba con más de 800 grandes inversores y una gran cantidad de pequeños inversores.

2.2. Las declaraciones realizadas a través de Twitter y el blog de Tesla

El 5 de noviembre de 2013, Tesla publicó un formulario 8-K³, que daba a entender que la compañía utilizaría como mecanismo de comunicación tanto su página web, como un blog y las cuentas de *Twitter* de Elon Musk (<https://twitter.com/elonmusk>) como la de Tesla (<https://twitter.com/tesla>). En la segunda página del documento, incluyeron un apartado 8.01, denominado “*Other Events*” que establecía que:

Los inversores de Tesla y otros deben tener en cuenta que anunciamos información importante al público sobre nuestra compañía, productos y servicios y otros temas a través de diversos medios, incluida la página web de Tesla, comunicados de prensa, archivos de la SEC, blogs y redes sociales, para lograr una amplia cobertura. (...)⁴.

A partir de ese momento, tanto Musk, como la compañía, utilizaron ambas cuentas de *Twitter* con el fin de comunicar diferentes informaciones, tanto financieras, como no financieras. Una vez establecidos qué mecanismos estaban autorizados para comunicar información referente a la compañía, procederemos a analizar, de entre todas las

³ El formulario 8-K es el “informe actual” que las empresas deben presentar ante la *Securities and Exchange Commission* (SEC) para anunciar los eventos importantes que los accionistas deben conocer.

⁴ Traducción del documento de TESLA MOTORS, INC. *Form 8-K* [en línea]. Pág. 2. [Consulta: 22/10/2018].

declaraciones realizadas por Elon Musk, las más relevantes en relación con el presente trabajo, junto con la reacción en cadena que se produjo después de las mismas.

Después de que Elon Musk utilizara su cuenta de *Twitter*, el día 7 de agosto a las 12:48 PM para declarar “estoy considerando privatizar Tesla a 420\$”, y, a las 2:00 PM, que “su esperanza es que **todos* los inversores actuales permanezcan con Tesla (...)*”, utilizó el blog de la compañía para publicar tres comunicados, que explicaremos a continuación.

A las 3:16 PM EDT, envió un correo a todos sus empleados, que posteriormente subió al blog de Tesla, a las 3:36 PM EDT, con el nombre de “*Taking Tesla Private*”, en el que explicaba los motivos de tal decisión. En este blog, hablaba de que era necesario crear un “*entorno que permitiera a Tesla operar mejor*” porque el hecho que la compañía fuera pública suponía una “*enorme presión a Tesla*”, tanto de cara a la “*toma de decisiones (...)*” como por los “*incentivos que tienen ciertas personas para atacar la compañía*”. Intentando dejar claro que eran los accionistas los que “*tendrían que tomar una decisión*”, es decir, quienes decidirían si querían “*seguir siendo inversores en una Tesla privada o preferían vender sus acciones a 420\$*”⁵, y que él no pretendía forzarlos a la venta de sus acciones. Respecto a la estructura de la sociedad, afirmó que aunque Tesla fuera privada “*las estructuras de propiedad y de dirección de la compañía estarían separadas*”, y habría eventos de liquidación semestrales.

Unos días después del último *tweet*, el 13 de agosto, Musk publicó otro blog con el nombre de “*Update on Taking Tesla Private*”. Este segundo blog, tuvo la finalidad de responder a cuestiones que se le planteaban de forma reiterada a Elon a través de *Twitter*.

Por un lado, intentaba justificar porque todo había sucedido tan rápido, argumentando que su decisión estuvo fundamentada en su intención de garantizar “*el interés de Tesla a largo plazo*” y que permitir a los inversores a largo plazo seguir en la compañía, una vez privatizada, “*era de gran importancia para él*”⁶. Exponiendo que comunicó tal decisión a través de las redes sociales porque su intención era, no sólo transmitir tal información a los grandes accionistas, sino a todos ellos, ser transparente con los inversores.

Por otro lado, intentó tranquilizar a los accionistas argumentando que la operación tendría “*financiamiento asegurado*”, sin generar un mayor endeudamiento, debido a sus reuniones con un Fondo soberano de Arabia Saudí, el FIB, el cual había comunicado si interés en “*que la compañía se privatizara*”, y de además había adquirido el 5% de las acciones de la compañía. Además, declaraba que fruto de la “*después de salir de la reunión que tuvieron el 31 de julio*”, con el FIB, “*no había ninguna duda de que el acuerdo con el fondo estaba cerrado*”. Estableciendo los siguientes pasos a tomar para llevar a cabo la privatización, y afirmando que sólo quedaba “*presentar la propuesta, una evaluación apropiada del proceso por parte de un comité especial (...)* y se presentaría a los accionistas para que votaran”.

La última comunicación, referente a la privatización, se realizó a través de un blog publicado el 24 de agosto a las 11:15 PM EDT, llamado “*Staying Public*”, donde Musk anunció que abandonaba el proceso de privatización. En este blog, Musk expresó que “*los accionistas son muy importantes para él*” y seguían confiando en la misión de la compañía, de “*promover la energía sostenible*”⁷. Concluyó afirmando que, aunque sabía que la privatización sería un reto, “*consumió más tiempo y supuso una mayor distracción de la*

⁵ MUSK, Elon. <<Taking Tesla Private>>. Tesla [En línea] 7 de agosto de 2018. < <https://www.tesla.com/blog/taking-tesla-private?redirect=no> > [Consulta: 17/10/2018]

⁶ MUSK, Elon. <<Update on Taking Tesla Private>>. Tesla [En línea] 13 de agosto de 2018. <<https://www.tesla.com/blog/update-taking-tesla-private?redirect=no>> [Consulta: 17/10/2018]

⁷ MUSK, Elon. <<Staying Public>>. Tesla [En línea] 24 de agosto de 2018. < <https://www.tesla.com/blog/staying-public> > [Consulta: 17/10/2018].

esperada”. Por ello, teniendo en cuenta todo lo anteriormente expuesto, comunicó a la Junta Directiva de Tesla su intención de seguir siendo una compañía pública.

2.3. La reacción del mercado ante las declaraciones

Fruto de las declaraciones de Elon Musk, varios accionistas, periodistas y analistas de mercado expresaron su descontento ante el contenido de las mismas. Pocos minutos después de la primera declaración, hubo una ola de comentarios y quejas en relación a la misma. Entre otros, aproximadamente a la 1:13 PM EDT, un inversor y amigo de Musk declaró “que no tenía sentido (...) y que sería increíblemente injusto para los accionistas que llevan mucho tiempo en la compañía” y a las 2:23 PM EDT, un reportero, acusó, a través de un tweet, a Musk de “bailar en un terreno legal bastante complicado, al jugar con los mercados de esa manera” (Fundamento de Hecho 49 Demanda SEC v. Elon Musk.). También se unieron varios accionistas de la compañía y usuarios de *Twitter* que mostraron su incertidumbre ante las declaraciones de Musk, y acusaron a Tesla y a su Director General de obligar a la venta forzosa a los pequeños accionistas, y analistas de mercado e inversión que aseguraron que en se hablaba de un fondo, pero no se decía cuál.

Antes de entrar a analizar los hechos, hay que tener en cuenta que, pocos días antes de la declaración de privatización, el 1 de agosto, tuvo lugar la publicación del reporte del segundo cuatrimestre de Tesla, bastante positivo puesto que planteaba la reversión de las pérdidas del cuatrimestre anterior y la generación de ingresos. Después de la publicación de ese reporte, las acciones de la compañía tuvieron un ascenso del 16% respecto al valor de apertura, es decir, el valor de cotización de las mismas ascendió de 341,99\$ hasta 349,54\$, un valor que las acciones de la compañía nunca habían registrado hasta ese momento. Como bien se ha expuesto anteriormente, este ascenso no se debió al correo que Musk envió a la Junta Directiva de Tesla para notificarles su intención de privatización, puesto que en ese momento aún no se había hecho pública tal información, sino que se debió a la declaración de ascenso de los ingresos y beneficios en los siguientes trimestres.

Una vez matizado el motivo del ascenso del valor de cotización acaecido los dos primeros días del mes de agosto, procederemos a analizar el ascenso artificial que las mismas sufrieron el día 7 de agosto, fruto de la declaración de privatización. El 6 de agosto, las acciones de Tesla cerraron a 341,99\$/acción, habiendo alcanzado un máximo de 354,98\$ durante el día, es decir, había registrado un descenso del 1,78% en relación con el valor de cotización de cierre del día anterior. El Nasdaq abrió su horario de cotización el día 7 de agosto, y en las primeras horas el valor de las acciones se mantuvo bastante estable.

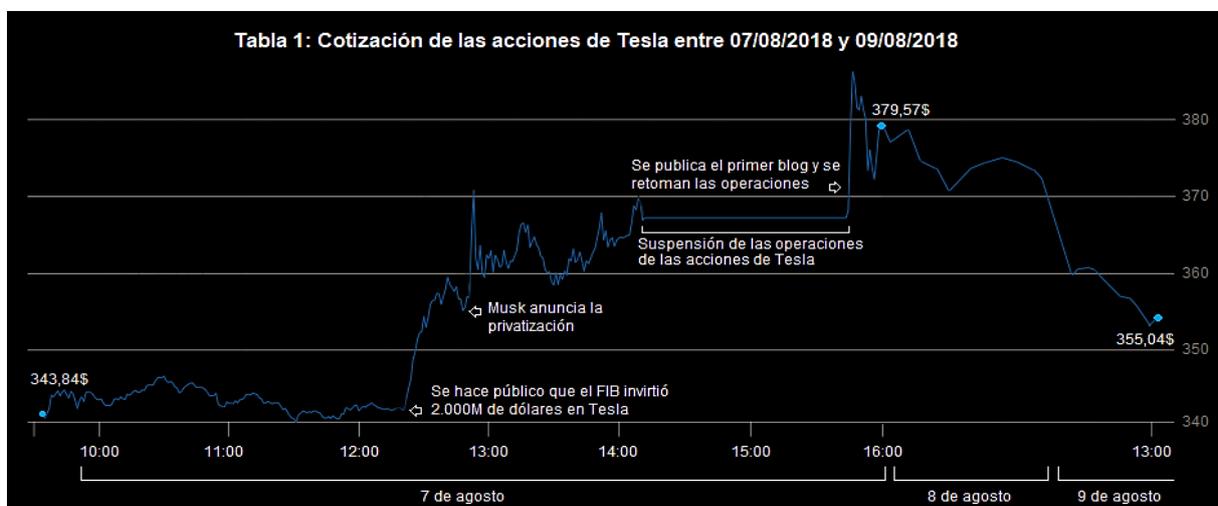


Tabla 1: Cotización de las acciones de Tesla entre 07/08/2018 y 09/08/2018 (dólares por acción). Fuentes: ABC, Bloomberg y Financial Times [Consulta: 24/10/2018].

Esta tendencia cambio una vez se hizo público, pasadas las 12:00 PM EDT que el Fondo soberano de Arabia Saudí, el FIB, había adquirido el 5% de las acciones de la compañía por un valor de 2.000M de dólares, cosa que conllevó un ascenso pronunciado y rápido del valor de las mismas. Este ascenso se volvió aún más pronunciado cuando a las 12:48 PM EDT, Elon Musk anunció la privatización de las acciones de Tesla, y que, de no querer seguir en una compañía no cotizada, compraría las acciones a 420\$. Poco después de esas declaraciones, las acciones de la compañía empezaron a subir de forma vertiginosa, llegando a los 370\$/acción, momento en el que Tesla decidió suspender las operaciones de cotización, suspensión que duró de las 2.08PM hasta pasadas las 3:00 EDT cuando se publicó el primer blog. En ese breve periodo de tiempo, el valor de cotización ascendió de menos de 370\$ hasta un máximo de 387,46\$, cerrando la sesión a 379,57\$, es decir, registró un ascenso de 10,99% en un solo día.

Las declaraciones de privatización de las acciones a 420\$ causaron un gran furor y caos en el mercado, cosa que quedó plasmada en el volumen de ventas, el cuál registró un valor, según el portal Invertía, de 30.848.305\$, mientras que el volumen medio hasta ese momento era de, aproximadamente, 11M de dólares. Esta gran expectación, por el anuncio de privatización, se fue diluyendo a lo largo del día, y junto a las dudas que tanto accionistas, como analistas y periodistas tenían respecto a la operación, llevo a que cuando abrió el Nasdaq el valor de las acciones de Tesla cayera en picado. En cuestión de 8 días, del 8 de agosto al 17 del mismo mes, teniendo en cuenta que los días 11 y 12 de agosto eran fin de semana y durante este periodo el mercado no abre a cotización, las acciones de la compañía registraron un descenso del 19,51% $[(305,5 - 379,57)/379,57 = -19,51\%]$.

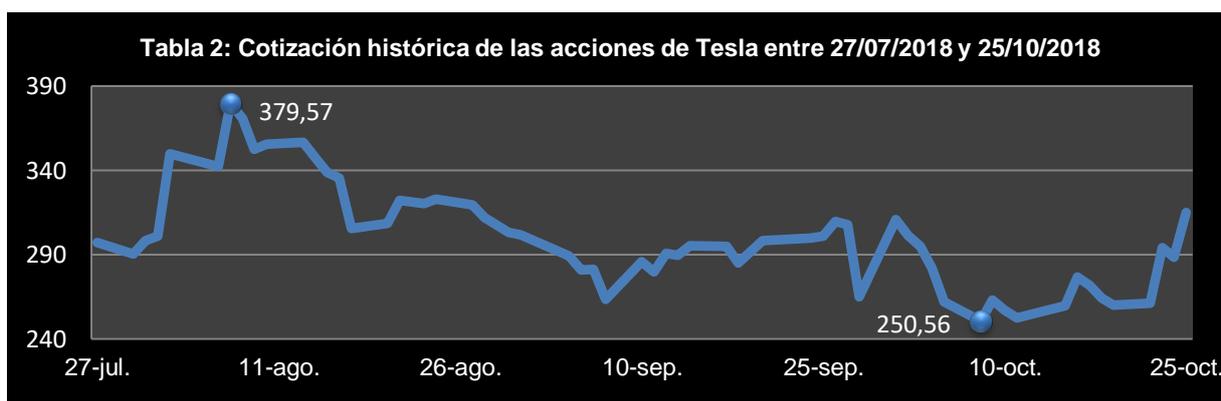


Tabla 2: Cotización histórica de las acciones de Tesla entre 27/07/2018 y 25/10/2018 (dólares por acción). Fuente: Invertia [Consulta: 25/10/2018].

Ocho días después del anuncio de privatización, el valor de las acciones empezaba a normalizarse debido a los comunicados emitidos tanto por Musk, como por Tesla, tanto a través de su blog como en entrevistas realizadas en varios medios. Esta tendencia cambio, cuando el 24 de agosto, Musk subió el blog llamado *"Staying Public"* en el que renunciaba a la operación de privatización. Los días siguientes de esa comunicación, el valor de cotización de las acciones de Tesla bajó de 322,82\$ hasta 263,24\$, es decir, un descenso del 18,46% $[(263,24-322,82)/322,82 = -18,46\%]$. A partir del 10 de septiembre, parecía que después de todos los altibajos, la compañía, y sus acciones empezaban a recuperarse, pero no sería así. A fecha de 27 y 29 de septiembre de 2018, la SEC, después de haber realizado una investigación a fondo del asunto, presentó dos demandas, una contra Tesla, por no haber incorporado los controles necesarios a la cuenta de *Twitter* de Elon Musk, y otra contra Elon Musk acusándolo de falsedad e intento de alteración del valor de cotización de las acciones de la compañía. Después de hacerse públicas estas dos demandas, las acciones de la compañía volvieron a descender, registrando un mínimo al cierre de 250,56\$ el día 8 de octubre.

En conclusión, fruto de las declaraciones de Elon Musk, se creó el caos e incertidumbre en el mercado y fruto de ello las acciones de Tesla, Inc., pesa a registrar algún periodo de ascenso, bajaron de 379,57\$ hasta 250,56\$, en aproximadamente 2 meses, del 8 de agosto al 8 de octubre, es decir, un descenso del 33,99% $[(250,56-379,57)/379,57=-33,99\%]$.

3. La infracción del derecho del mercado de valores: Los cargos presentados por la SEC contra Tesla y Elon Musk

Antes de entrar a analizar los cargos presentados por la SEC contra Elon Musk y Tesla, realizaremos una introducción a la regulación americana del mercado de valores, para, posteriormente, tener los recursos necesarios para poder analizar los cargos presentados por la SEC y las posteriores resoluciones de la Corte.

En primer lugar, encontramos las dos leyes fundamentales dentro de la regulación de los valores, la *Securities Act* de 1933, a partir de ahora denominada SA, y la *Securities Exchange Act* de 1934, a partir de ahora denominada SEA o *Exchange Act*. Con carácter general, podemos decir que, aunque la finalidad de ambas es la regulación del mercado de valores, la SA se centra en el mercado primario, es decir, cuando los valores son ofrecidos por primera vez al público, mientras que la SEA se centra en el mercado secundario de valores, es decir, las segundas u ulteriores compraventas de los valores. Una vez establecido esto, como el Caso Tesla es referente la cotización de unas acciones en un mercado secundario, el Nasdaq, nos centraremos en la SEA, la finalidad de la cual es “*proteger el comercio interestatal y el crédito nacional, y asegurar el mantenimiento de la honestidad y justicia en los mercados de valores*”⁸

En segundo lugar, encontramos una serie de leyes especiales referidas a aspectos concretos del mercado de valores, como serían la *Trust Indenture Act* de 1939, sobre fideicomisos, junto con la *Investment Company Act* y la *Investment Advisers Act* de 1940, sobre las sociedades de inversión y asesores de inversiones⁹.

En tercer lugar, encontramos algunas leyes cuya finalidad fue reformar determinados ámbitos de la regulación federal, como serían la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, una ley aprobada después del Caso Enron cuya finalidad es mejorar la responsabilidad corporativa, la divulgación de información financiera y combatir el fraude contable, la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010, una ley orientada a la protección del consumidor, y por último la *Jumpstart Our Business Startups Act* de 2012, también llamada Ley JOBS, cuya finalidad es reducir los requisitos reglamentarios y facilitar la recaudación de fondos en empresas de nueva creación.

Por último, todas las leyes anteriormente establecidas son de carácter federal pero también encontramos leyes propias de cada Estado, que reciben el nombre *Blue Sky Laws*. “*La regulación de valores en este país (Estados Unidos), comenzó como un asunto estatal (...) en 1933*” pero “*las leyes estatales también son importantes en la regulación*” de aspectos concretos como serían “*los brokers-dealers y los consejeros de inversión*”¹⁰.

Una vez establecida el marco de la regulación, nos centraremos en la aplicable al presente caso, es decir, en la *Securities Exchange Act*.

⁸ LÓPEZ ALVAREZ, Adriana Lucía. <<Introducción a la regulación de valores en los Estados Unidos>>. *Revista Mercatoria*, 2009, vol. 7, núm. 2. pág. 7.

⁹ Securities and Exchange Commission [En línea]. <<https://www.sec.gov>> [Consulta: 06/11/2018]

¹⁰ HAZEN, Thomas Lee. *Principles of Securities Regulation*. Saint Paul: West Academic, 2017, pág. 170-171.

3.1 ¿Hubo una alteración fraudulenta del precio de mercado en el Caso Tesla?: Los cargos presentados por la SEC contra Tesla y Elon Musk

Para poder analizar el Caso Tesla, hay que separar las actuaciones realizadas por la compañía, Tesla, Inc., de las realizadas por Elon Musk, dado que constituyen violaciones de secciones diferentes de la *Exchange Act*.

Por un lado, encontramos a Tesla, Inc. la compañía cuyas acciones Musk declaró que quería sacar de cotización o privatizar. Los cargos presentados por la SEC son de menor grado que los presentados contra el exdirector general de Tesla, Elon Musk, puesto que, en lugar de hacerla responsable directa de las informaciones difundidas, simplemente le imputa el incumplimiento de la Sección 12 y de la Regla 13a-15 de la *Securities Exchange Act*.

La Sección 12, sobre "*Registration requirements for securities*", junto con la Regla 13a-15 establecen los diferentes requisitos, en materia de seguridad del mercado. La SEC, por un lado, acusa a Tesla de tener controles y procedimientos que, diseñados de forma incorrecta, no respetan los plazos de procesamiento, sumario y reporte de información regulados en la Sección 12 de la *Exchange Act*. Por otro lado, argumenta que "*defendant also failed to maintain controls and procedures designed to ensure that information required to be disclosed in the report*" puesto que Musk pudo hacer pública la información sobre la supuesta privatización sin que hubiera ningún control que se lo impidiese.

Por otro lado, encontramos la figura de Elon Musk, el cual realizó las controvertidas declaraciones sobre la privatización de la empresa Tesla, Inc. Musk compartió información relativa a la privatización de la compañía a través de su cuenta de *Twitter* y, con posterioridad, a través de varias comunicaciones subidas en el blog de la compañía, cuyo contenido fue analizado para determinar si sus actos, habían violado alguna de las secciones de la *Exchange Act*.

Tanto para la SA, como para la SEA la información es un elemento esencial para el correcto desarrollo del mercado, el mercado no puede contar con una información insuficiente, porque entonces los inversores no invertirían, pero tampoco puede pedir a las empresas una información excesiva, porque supondría un coste excesivo para las mismas. Teniendo en cuenta esto, y para poder analizar la información dada por Elon Musk, tanto a través de los *tweets* como a través del blog de Tesla, debemos partir del concepto de materialidad, elemento esencial dentro de la regulación de valores de los EEUU.

Para poder determinar si la información que compartió Elon Musk fue suficiente, partiremos de la sentencia de la Corte Suprema en el caso *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, en el que la Corte estableció, en el Fundamento de Derecho 2, que "*un hecho omitido es material si existe la probabilidad sustancial de que un accionista razonable lo hubiera considerado importante en su decisión (...) no requiere que cambiara su votación (...)*" sino que bajo todas las circunstancias suponga un elemento de importancia real para las deliberaciones del mismo. Partiendo de esta descripción, podemos decir que Elon Musk, al omitir la información sobre sus supuestas reuniones con FIB, en las que no se concretó por escrito, ni verbalmente ninguno de los elementos esenciales del pacto, incumplió el requisito de la materialidad, y, por lo tanto, como bien estableció la SEC en su demanda, Musk debió saber, o fue imprudente al no saber, que sus declaraciones eran falsas o engañosas.

La SEC declaró que las premisas en las que se fundamentaban las declaraciones de Musk, eran contrarias a los hechos que el mismo conocía, puesto que, por un lado, en su reunión con el FIB, del 31 de julio, no se trataron los elementos clave de lo que sería el pacto que

Musk declaró, y, por otro, el hecho de que Musk debió saber que no sólo faltaba la presentación formal del proyecto a la Junta Directiva y la votación de los accionistas. En el Fundamento número 69 de la demanda contra Elon Musk, la SEC concreta una serie de puntos a tener en cuenta sobre la reunión de 30-45 minutos con el FIB, entre ellos, la no concreción de los términos de la privatización al precio de 420\$/acción, la opinión de los accionistas e inversores en relación con el tema o la inexistencia de asesores legales o financieros que respaldaran la operación.

Una vez analizada la falsedad de las declaraciones realizadas por Musk, veremos si éstas son constitutivas o no de una manipulación del mercado. La *Exchange Act* de 1934 contiene una serie de disposiciones que *“prohíben la manipulación del mercado (...)”*, es decir, buscan *“prevenir que se presenten actividades que distorsionen el mercado para (...) permitir que opere la ley de la oferta y la demanda”*¹¹ que se contienen en la Sección 9, que declara como ilícitas todas aquellas prácticas que buscan manipular el comercio en el mercado de valores y la Sección 10 b), que legitima a la SEC para expedir nuevas normas sobre conductas manipulativas. En este caso sería de aplicación la Sección 10 b) debido a que, como bien establece esta disposición, se considerará que el uso de dispositivos ha sido manipulativo o engañoso, cuando cualquier persona, directa o indirectamente:

b) utilice o emplee, en relación con la compra o venta de cualquier valor registrado en una bolsa de valores nacional (...) cualquier dispositivo o invento manipulador o engañoso que infrinja las normas o regulaciones que la Comisión crea necesarias o apropiadas para el interés público o la protección de los inversores.

Nos encontramos delante de un caso de manipulación o fraude a la seguridad del mercado de valores, y, ante ello, tenemos que concretar de que tipo se trata porque como bien expresa Samuel W. Buell, al hablar del mismo hay que tener en cuenta que la regulación americana no establece un concepto concreto de fraude, *“is an umbrella term for several causes of action, some of which are for forms of core fraud and some of which are form forms of misrepresentation”*¹². Ante ello, hay que concretar el concepto de manipulativo o engañoso desarrollando esta sección con el contenido de la Regla 10b-5. El uso de dispositivos con fines manipulativos o engañosos, de la Sección 10 b), se desarrolla dentro la Regla 10b-5, sobre el empleo de dispositivos manipulativos y engañosos. Esta norma establece que se entenderá por uso de dispositivos manipulativos el empleo de cualquier dispositivo o artificio para defraudar, cualquier declaración falsa u omisión sobre material relevante o la participación en cualquier acto o práctica cuya finalidad es el fraude o engaño de cualquier persona. Teniendo en cuenta esto, como ya hemos expuesto antes las declaraciones de Elon Musk fueron engañosas al no incorporar toda la información necesaria o relevante en relación con la operación de privatización, por ello, podemos decir, como bien establece la SEC, que se trata de un acto constitutivo de una violación de la Sección 10 b) de la SEA, más concretamente de la Regla 10b-5, sobre el uso de dispositivos manipulativos o engañosos.

Ante los fundamentos de hecho y derecho expuestos anteriormente, la SEC acusa de diferentes cargos a Elon Musk. En primer lugar, en el fundamento 61 de la demanda Elon Musk v. SEC, establece que *“the statements were false and misleading”*, cosa que concreta al expresar que *“Musk made multiple materially false statements on August 7, and (...) left market participants a false and misleading impression”*, es decir, que Musk al no estar totalmente seguro de de la información que aportaba infringió los preceptos de la SEA. En segundo lugar, la SEC expone como infracción de la SEA, que *“Musk knew or was reckless in not knowing that his statements were false and misleading”*, es decir, que actuó con temeridad o mala fe al hacer pública la información sobre la privatización. En tercer lugar, se le acusa de omitir información material necesaria, puesto que con las declaraciones

¹¹ LÓPEZ ALVAREZ, Adriana Lucía, Op. cit. pág. 50.

¹² W. BUELL, Samuel. <<What is securities fraud? >>. Duke Law Journal: Diciembre de 2011, Volumen 61, Número 3. Pág. 541.

realizadas el día 7 de agosto y los días siguientes, no esclareció los pasos que serían necesarios para llevar a cabo tal operación. Por último, se le acusa también de crear el caos en el mercado, causando grandes perjuicios a los accionistas e inversores de la compañía. En conclusión, los cargos presentados por la SEC contra Elon Musk son los siguientes:

Defendant, with scienter, in connection with the purchase or sale of securities as set forth above, directly or indirectly made untrue statements of material fact and omitted to state material facts necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading by the use of the means or instrumentalities of interstate commerce, and of the mails, and the facilities of a national securities exchange.

Una vez establecido que las declaraciones realizadas por Musk eran falsas o engañosas y que llevaron a una manipulación del mercado, procederemos a analizar el tipo de procedimiento utilizado para el enjuiciamiento de los hechos. La mayoría de disposiciones, sobre responsabilidad civil y penal, se centran en la forma de suministro de la información, pero también encontramos disposiciones cuyo objetivo es prevenir un mercado artificial y la manipulación de los precios. En este caso nos encontramos tanto, con un caso de información falsa o engañosa, como ya hemos expuesto anteriormente, como con un caso de manipulación del valor de mercado de acciones cotizadas.

En este caso, las acciones que la SEC emprendió contra Tesla y Elon Musk, fueron puramente civiles, pero realizaremos una breve explicación de las acciones penales existentes en la regulación de valores americana, antes de entrar a analizar las acciones civiles, para luego poder realizar una mejor comparación con la regulación española.

Respecto a las acciones penales, según la *Securities Act* de 1933, con carácter general, la SEC no tiene capacidad para iniciar acciones penales, con excepción de las acciones reguladas en la Sección 20 b). Ésta sección de la SA de 1933 habilita a la SEC a solicitar una acción de ejecutar o abstenerse, denominada "*injunctive relief*", cuya finalidad es evitar la ejecución de un acto que vulnera o vulnerará alguna de las legislaciones del mercado de valores. Más allá de la Sección 20 b) de la SA de 1933, encontramos la Sección 21 d) (5) de la *Securities Exchange Act* de 1934, que regula la denominada "*equitable relief*", una acción que habilita a la SEC a iniciar una acción penal de ejecutar o abstenerse, para aquellos casos en los que la indemnización civil no sea suficiente. En ambos casos, la SEC no tiene capacidad para iniciar una acción penal, sino que puede llevar a cabo algunos actos ejecutivos en caso de que se esté produciendo, o esté a punto de producirse, una violación flagrante de las leyes del mercado de valores. En todo caso, como bien expone la Sección 21 d) (1) de la SEA, "[la] Comisión puede transmitir las pruebas disponibles" de los delitos penales "al Fiscal General, quién podrá, a su discreción, iniciar los procedimientos penales necesarios".

En relación con las acciones civiles, la Sección 21 a) de la SEA de 1934 habilita a la SEC para "(...), a su discreción, realizar las investigaciones que considere necesarias para determinar si alguna persona ha violado, está violando o está a punto de violar alguna disposición". En base a esta competencia, la SEC tiene capacidad para poder iniciar investigaciones sobre hechos que podrían ser constitutivos de violación de las normas del mercado de valores, y en caso de serlo en apartado d) de esa misma Sección se habilita a la SEC para que "cuando le parezca (...) que una persona está involucrada o está a punto de participar en actos o prácticas que constituyen una violación (...) presentar una acción ante la *District Court*" competente para dicho asunto. Como ya hemos expuesto en los apartados anteriores, la demanda de la SEC v. Elon Musk se presentó el 27 de septiembre de 2018, y basándose en la jurisdicción y competencia reguladas en las Secciones 21 (d) y 27, en las que establece que será competente la *District Court* del lugar en el que se llevaron a cabo los actos, prácticas o transacciones que dieron lugar a la violación de las normas del mercado de valores, en este caso fue la *District Court* de Nueva York.

4. Cuantificación de los daños económicos

Para cuantificar los daños económicos sufridos por los accionistas y trabajadores de la Tesla, puesto que parte del salario de los trabajadores se compone de un porcentaje de acciones de la compañía, partiremos de cuatro situaciones, en cada una de ellas la adquisición de los títulos se producirá en diferentes momentos, pero bajo las hipótesis de que en todas ellas partiremos de un capital inicial 3.000\$ y que la compra se realizará a la baja, es decir, en caso de que del cálculo del número de acciones saliera un número con decimales, se redondeará a la baja para no superar los 3.000\$.

A continuación, se expondrán las cuatro situaciones las cuales nos podrán ayudar a realizar una cuantificación aproximada de los daños económicos sufridos por los accionistas y trabajadores.

En la primera situación, la compra se produjo el 6 de julio, es decir, antes del anuncio de las cuentas del segundo cuatrimestre, para así poder aislar los efectos de la declaración de privatización, de los producidos fruto del anuncio del reporte cuatrimestral. Partiendo de que las acciones se adquirieron el 6 de agosto, cogeremos el valor de cotización de las acciones al cierre de sesión de ese día, 308,90\$/acción, y teniendo en cuenta que la inversión sería de 3.000\$, $(3.000/308,90=9)$, podríamos adquirir 9 acciones de la compañía, por un valor total de 2.780,10\$.

En la segunda situación, la compra se produjo el 7 de agosto, poco después de la primera declaración de privatización, aproximadamente a las 12:50 AM EDT, porque este accionista a corto plazo, había leído que el Fondo soberano había invertido 2.000M en comprar acciones de Tesla y con la declaración de privatización realizada por Elon Musk a las 12:48 PM EDT, veía en Tesla una oportunidad de obtener ganancias. Como a esa hora la cotización de las acciones de Tesla era algo inestable, a causa de la compra masiva y la especulación, supongamos que el valor de compra aproximado sería de 358,30\$/acción. Bajo la hipótesis que el capital a invertir fuese de 3.000\$, $(3.000/358,30=8)$, el accionista podría haber adquirido 8 acciones, por un valor total de 2.866,40\$.

En el tercer caso, este tercer accionista compró las acciones el día 7 de agosto a las 3:45 PM EDT, porque no estaba muy seguro de invertir en las acciones de Tesla, pero después de haber estado todo el día siguiendo su evolución, estaba "seguro de que las acciones seguirían subiendo". En este caso, el precio de mercado al que se adquirieron las acciones fue de 385,50\$/acción, es decir, a un precio superior al del cierre de mercado, 379,57\$, con lo que adquirió, $(3.000/385,50=7)$, 7 acciones, por un valor total de 2.698,50\$.

En el cuarto caso, encontramos a un accionista, que vio el crecimiento que las acciones de Tesla registraron el día 7 de agosto, y decide adquirir acciones por valor de 3.000\$ el día siguiente. Para el cálculo del número de acciones, entendemos que compró al precio de apertura de mercado, es decir, 369,09\$/acción, con lo que adquirió, $(3.000/369,09=8)$, 8 acciones por un valor de 2.925,72\$.

Teniendo en cuenta las cuatro situaciones anteriormente establecidas, los accionistas tenían varias opciones: vender al ver que el valor de cotización bajaba, esperar un poco y vender al cabo de un par de semanas o meses, al ver que las acciones no se recuperaban, mantener las acciones y venderlas cuando tuvieran una plusvalía latente positiva o mantenerlas a largo plazo, sin intención de venderlas. Respecto a la opción de venderlas al cabo de poco, para las acciones adquiridas el día 6 de julio y 7 de agosto, muchos accionistas al ver la tendencia decreciente que las mismas presentaban a partir del día 8 de agosto, tendieron a

elegir esta opción, cosa que queda plasmada en el volumen de operaciones que registraron las acciones entre el 8 y 9 de agosto.

La tabla que encontramos a continuación, resume de forma breve las pérdidas que habrían registrado cada tipo de accionistas, teniendo en cuenta que el valor de apertura en el día 8 de agosto era de 369,09\$/acción:

	P ₀	P _v	Nº acciones	Dif.	Dif. Total	Inversión	Desinversión ¹³
S1	\$308,90	\$369,09	9	\$60,19	\$541,71	\$2.780,10	\$3.321,81
S2	\$358,30	\$369,09	8	\$10,79	\$86,32	\$2.866,40	\$2.952,72
S3	\$385,50	\$369,09	7	-\$16,41	-\$114,87	\$2.698,50	\$2.583,63
S4	\$369,09	\$369,09	8	-	-	-	-

Tabla 3: Ganancias o pérdidas registradas de la venta de las acciones el día 08/08/2018.

Teniendo en cuenta el precio de adquisición de las acciones, como más próxima al cierre del mercado, del día 7 de agosto, fuera la compra de los valores menor margen de reacción tendrían los accionistas. Respecto a la primera situación y a la segunda, registrarían ganancias si vendieron en el transcurso del día 8, pero en el caso de la situación 2 debieron actuar con rapidez para no registrar pérdida. En relación con los accionistas de la situación 3, es decir, los que adquirieron las acciones después de la reapertura de operaciones y antes del cierre de mercado, serían los que presentarían mayores pérdidas, que llegarían a los 114,87\$. En relación con la situación 4, no podemos analizar sus pérdidas porque aún no habían adquirido las acciones.

Si los accionistas hubiesen esperado un poco más y hubieran vendido las acciones el día 9 de agosto, el precio de venta sería de 352,45\$/acción, y las ganancias o pérdidas que hubiesen registrado los diferentes accionistas serían los siguientes:

	P ₀	P _v	Nº acciones	Dif.	Dif. Total	Inversión	Desinversión
S1	\$308,90	\$352,45	9	\$43,55	\$391,95	\$2.780,10	\$3.172,05
S2	\$358,30	\$352,45	8	-\$5,85	-\$46,80	\$2.866,40	\$2.819,60
S3	\$385,50	\$352,45	7	-\$33,05	-\$231,35	\$2.698,50	\$2.467,15
S4	\$369,09	\$352,45	8	-\$16,64	-\$133,12	\$2.952,72	\$2.819,60

Tabla 4: Ganancias o pérdidas registradas de la venta de las acciones el día 09/08/2018.

En la primera situación, aún seguiría registrando ganancias, que entre el precio de adquisición y el de venta hay un gran margen, 43,55\$. Respecto a todas las siguientes situaciones, todas presentarían pérdidas, pero la que registraría las mayores sería el accionista que adquirió las acciones poco antes del cierre del mercado, porque entre el precio que adquirió las acciones y el de venta habría una diferencia de 231,35\$, es decir, del 8,57%, mientras que los otros dos accionistas, presentarían pérdidas mucho menores.

Si los accionistas fueron algo más pacientes y esperaron una semana antes de deshacerse de las acciones de Tesla, las cuales presentaban una tendencia descendiente sin precedentes, y vendieron las acciones el día 14 de agosto, porque tenían miedo de que aún

¹³ La cuantificación del dinero obtenido de la desinversión de las acciones de Tesla es un importe bruto, es decir, no se ha tenido en cuenta los impuestos aplicables a este tipo de rentas.

bajarían más, y se deshicieron de las acciones a un precio de 308,90\$ por acción, presentarían las siguientes pérdidas:

	P0	Pv	Nº acciones	Dif.	Dif. Total	Inversión	Desinversión
S1	\$308,90	\$347,64	9	\$38,74	\$348,66	\$2.780,10	\$3.128,76
S2	\$358,30	\$347,64	8	-\$10,66	-\$85,28	\$2.866,40	\$2.781,12
S3	\$385,50	\$347,64	7	-\$37,86	-\$265,02	\$2.698,50	\$2.433,48
S4	\$369,09	\$347,64	8	-\$21,45	-\$171,60	\$2.952,72	\$2.781,12

Tabla 5: Ganancias o pérdidas registradas de la venta de las acciones el día 14/08/2018.

Como en el caso anterior, los accionistas de las situaciones 2,3 y 4, es decir, los que adquirieron las acciones después de la declaración de privatización, serían los que más pérdidas registraron, mientras que el accionista que las adquirió un mes atrás, el 6 de agosto, seguiría obteniendo beneficios de la venta de las acciones.

El accionista de la situación 1, aún tendrían varios días para decidir si seguir en la compañía o si prefería vender las acciones y obtener algunas ganancias, en caso de ver que la tendencia descendente aún duraría más tiempo. No sería hasta el 17 de agosto, donde las acciones de Tesla cerraron sesión a 305,50\$/acción que el mismo empezaría a registrar pérdidas en caso de querer desinvertir el dinero de Tesla:

	P0	Pv	Nº acciones	Dif.	Dif. Total	Inversión	Desinversión
S1	\$308,90	\$305,50	9	-\$3,40	-\$30,60	\$2.780,10	\$2.749,50
S2	\$358,30	\$305,50	8	-\$52,80	-\$422,40	\$2.866,40	\$2.444,00
S3	\$385,50	\$305,50	7	-\$80,00	-\$560,00	\$2.698,50	\$2.138,50
S4	\$369,09	\$305,50	8	-\$63,59	-\$508,72	\$2.952,72	\$2.444,00

Tabla 6: Ganancias o pérdidas registradas de la venta de las acciones el día 17/08/2018.

Por último, en el caso extremo e hipotético de que los accionistas vendieran sus acciones en el día, 8 de octubre, en el que las acciones de Tesla registraron el mínimo de 250,56\$/acción, situación en la que todos ellos registrarían pérdidas, estas serían más que desproporcionadas:

	P0	Pv	Nº acciones	Dif.	Dif. Total	Inversión	Desinversión
S1	\$308,90	\$250,56	9	-\$58,34	-\$525,06	\$2.780,10	\$2.255,04
S2	\$358,30	\$250,56	8	-\$107,74	-\$861,92	\$2.866,40	\$2.004,48
S3	\$385,50	\$250,56	7	-\$134,94	-\$944,58	\$2.698,50	\$1.753,92
S4	\$369,09	\$250,56	8	-\$118,53	-\$948,24	\$2.952,72	\$2.004,48

Tabla 7: Ganancias o pérdidas registradas de la venta de las acciones el día 08/10/2018.

Todos los accionistas registrarían pérdidas superiores a los 500\$ por la venta de las acciones, es decir, por la venta de las mismas dos meses después de la declaración de privatización. De este hecho se desprende los enormes efectos que tuvo la declaración de privatización sobre el valor de cotización de las acciones de la compañía, las cuales registraron una fuerte caída de valor hasta el día en el que el juez dictó sentencia respecto al asunto SEC v. Tesla y SEC v. Elon Musk, es decir el 16 de octubre de 2018.

Respecto a la opción de mantener las acciones, bien como inversión a largo plazo, o bien para venderlas cuando esa venta diera lugar a ganancias, realizaremos unos cálculos para analizar la plusvalía latente¹⁴ que tendría cada accionista entre el 7 de agosto y el 25 de octubre. Si analizamos la plusvalía latente de las cuatro situaciones anteriormente expuestas, podemos ver que, aunque todas ellas presentan la misma tendencia, debida a la fluctuación del valor de las acciones de Tesla, solo el accionista de la situación 1 presenta una plusvalía latente positiva más allá de la del día 7 de agosto. El accionista de la situación 1, el cual compró las acciones a 308,90\$, a principios del mes de julio, presenta un mayor período con plusvalía latente positiva, como bien se puede observar en el Anexo 2, en 5 períodos. Su plusvalía es positiva, entre el 7 y el 16 de agosto, para luego volverse negativa durante dos días, para volver a ser positiva, entre el 21 y 28 del mismo mes. Después de esos dos períodos, la plusvalía será negativa, excepto por la del día 26 de septiembre, el día antes de que la SEC presentara la demanda contra Elon Musk, y el día 1 de octubre. A partir de ese momento, las acciones han registrado una plusvalía negativa hasta que se dictó sentencia respecto a los casos SEC v. Elon Musk y SEC v. Tesla, el día 16 de octubre, la cual reconoció el acuerdo con la SEC. Desde el 16 de octubre, el valor de cotización de las acciones fue ascendiendo, y a partir del 25 de octubre de 2018, el accionista 1 volvería a registrar una plusvalía positiva.

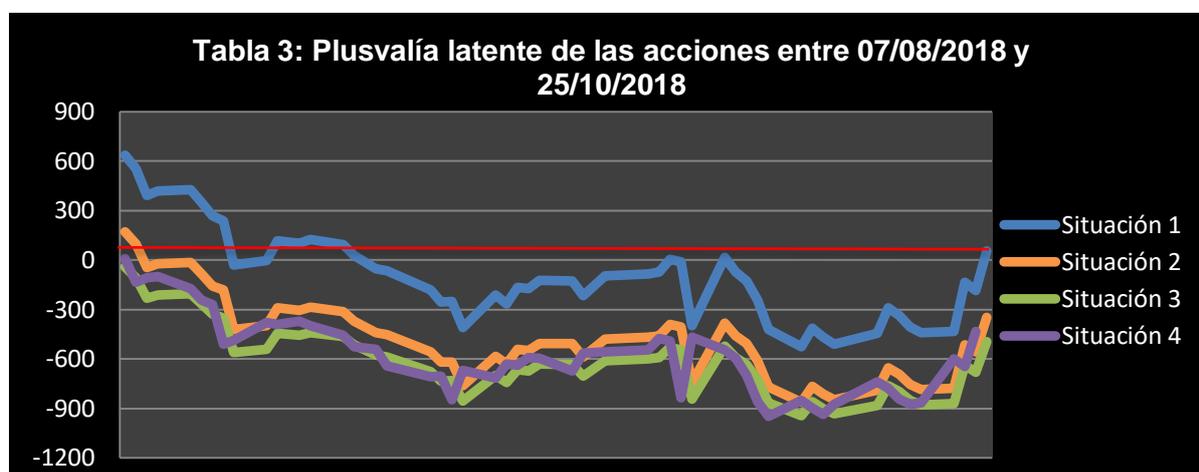


Tabla 8: Diferencia entre el valor de adquisición y el de cotización entre 07/08/2018 y 25/10/2018 (dólares por acción). Fuente: Invertia (02/11/2018).

Teniendo en cuenta lo anteriormente establecido, el accionista de la situación 1 tendría más situaciones para recuperar el dinero invertido, y así evitar el daño producido por las declaraciones de Elon Musk, mientras que los accionistas, del resto de situaciones, hasta el 25 de octubre de 2018, presentarían una plusvalía latente negativa.

5. Las sanciones derivadas de las declaraciones de Elon Musk

Ante lo anteriormente expuesto, inició el enjuiciamiento del Caso Tesla, en el que no se produjo una acumulación de acciones, sino que Elon Musk y Tesla, Inc. fueron juzgados en dos procedimientos separados. Aunque la Corte dictó sentencia, para ambos casos a finales de agosto, los procedimientos siguieron abiertos y para evitar la apertura del procedimiento penal y unas sanciones mucho más estrictas, a fecha de 10 de octubre de 2018, la SEC presentó una propuesta de consenso para resolver el caso e interponer sanciones para

¹⁴ La plusvalía latente representa el beneficio patrimonial que se obtendría si se vendieran los valores o acciones al valor de mercado actual.

garantizar la mejor solución posible para los intereses de los inversores, a la que se adhirieron Tesla y Musk.

A continuación, se expondrán de forma breve los términos de dicho acuerdo en los que se exponen las diferentes sanciones propuestas, tanto para Tesla, Inc. como para Elon Musk, que acabaron siendo aceptados tanto por Tesla como por Musk, y fueron recogidos en las posteriores sentencias. Para la concreción de las sanciones propuestas por la SEC y establecidas a continuación, la Comisión argumentó que:

In this case, the SEC considered multiple factors in determining appropriate civil penalties. These included the seriousness of the alleged violations, the market impact caused by the alleged conduct, and Defendants' financial means, but also countervailing factors such as Defendants' willingness to settle these actions promptly, Defendants' apparent lack of pecuniary gain, and the limited temporal scope of the conduct.

En base a los cargos presentados en las demandas Elon Musk v. SEC, y Tesla, Inc. v. SEC, la SEC solicitó las siguientes sanciones. En primer lugar, garantizar de forma permanente que Elon Musk no pueda volver a infringir los preceptos contenidos en la Sección 10(b) y en la Regla 10b-5 de la *Exchange Act*, y que Tesla pueda volver a infringir lo contenido en la Regla 13a-15 de la *Exchange Act*.

En segundo lugar, solicitó una sanción civil de 20.000.000\$ para Elon Musk y para Tesla, Inc. en base a lo establecido en la Sección 21(d)(3) de la *Exchange Act*, que habilita a la SEC para interponer sanciones pecuniarias. El apartado b de la Sección 21(d)(3) establece los mecanismos para el cálculo de estas sanciones, y las condiciona al análisis de los hechos y circunstancias de cada caso. Para el presente caso, la SEC tuvo en cuenta la seriedad de las violaciones y el impacto que tuvo en el mercado para la solicitud de estas sanciones.

En tercer lugar, a parte de las sanciones pecuniarias, la SEC solicitó que Musk renunciase a su puesto como Director General de la compañía en el plazo de 45 días, junto con una inhabilitación que le impediría ejercer el cargo durante los siguientes 3 años, en base a lo establecido en la Sección 21(d)(2). En caso de que no se procediera a la renuncia del cargo, la propuesta aceptada por los demandados no sería de aplicación y se seguiría con la tramitación del procedimiento, pudiendo llegar a las instancias penales.

Por último, en relación con la compañía, solicito, que una vez Musk hubiese dimitido, Tesla adoptase las medidas necesarias para la elección de una nueva persona que ocupase ese cargo, y que adoptara las medidas necesarias para garantizar el control de la información que se externaliza en la compañía. Dentro de las medidas de control encontraríamos el nombramiento de dos directores independientes, la constitución de nuevo Comité responsable del control de estos procedimientos y la contratación de un abogado encargado garantizar el cumplimiento de los requisitos regulados en la *Exchange Act* y el resto de la normativa en esta materia.

Esta propuesta fue aceptada tanto por Tesla, Inc., como por Elon Musk y fue ratificada por la Corte a fecha de 16 de octubre de 2018. Hay que tener en cuenta que la propuesta presentada por la SEC es simplemente un acuerdo entre la Comisión y los demandados para poner fin a la vía judicial y evitar la entrada al proceso penal, que expone las mismas sanciones que la sentencia de septiembre de 2018, pero de forma mucho más concisa. En relación a los procedimientos de control de la salida de información de la compañía las sentencias de 16 de octubre de 2018, al igual que las de finales de septiembre, exponen una serie de medidas de control.

Por un lado, encontramos las medidas relativas a los procedimientos de control que deberá implementar la compañía, entre los que encontramos *“the oversight of communication relating to the Company”*, con independencia del formato en el que se realicen, y *“the pre-approval of any such written communications that contain (...) information material to the Company or its shareholders”*.

Por otro lado, encontramos las medidas para la certificación de los controles aplicados, dentro de lo que encontraríamos que *“certify, in writing, compliance with undertaking a set forth above”*. Esta certificación deberá realizarla a través de hechos narrados por escrito y suficientemente probados en base a evidencias. Eventualmente, la Comisión podrá solicitar pruebas a la compañía para comprobar el cumplimiento de estas medidas.

En conclusión, fruto de los hechos, expuestos en los primeros apartados de este bloque, se aplicaron sentencias pecuniarias y no pecuniarias tanto a la compañía, como a su ex Director General en base a las graves infracciones cometidas, pero para evitar la entrada en el proceso penal se llegó a un acuerdo con la SEC en el que se reconocieron las infracciones cometidas y se aceptaban las sanciones interpuestas.

II. LA CALIFICACIÓN DEL CASO TESLA SEGÚN LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA

Una vez expuestos los hechos acaecidos y las declaraciones realizadas, procederemos a analizar desde el punto de vista jurídico-económico, los hechos acaecidos en base al planteamiento de dos casos. En el primer de ellos, supondremos que la empresa no tenía intención de excluir de cotización sus acciones, y que la finalidad de sus actos era el falseamiento del valor de cotización de las acciones. En el segundo caso, la intención de la compañía analizada sería la privatización o exclusión de cotización de las acciones, y, para ello, analizaremos el procedimiento de oferta pública de adquisición de exclusión regulado en la normativa española.

1. Elementos clave a tener en cuenta en el análisis de los hechos del caso

Para la realización de este apartado, haremos referencia a varios elementos o aspectos clave del supuesto, que iremos enumerando a continuación, con la finalidad de establecer los fundamentos del análisis que se llevará a cabo a continuación.

En primer lugar, los meses anteriores a la declaración de privatización de la compañía, las acciones de la misma sufrieron cambios bruscos de valor fruto de las continuas operaciones de especulación que llevaron a cabo los inversores a corto plazo. Esta tendencia a la especulación con las acciones de la compañía llevó a Musk a que, a fecha de 17 de julio de 2018, declarará que *“tenían aproximadamente tres semanas antes de que sus posiciones cortas explotaran”*, es decir, a mediados de julio ya tenía clara la operación de exclusión de negociación de la compañía, y la publicación de este *tweet* podría considerarse divulgación de información en relación con la misma.

En segundo lugar, fruto de la “reunión”, que duró 30-40 minutos y en la que no se plasmó ningún acuerdo por escrito, con los representantes del FIB, que se llevó a cabo el 31 de julio de 2018, Elon Musk “dio por sentado” el apoyo del fondo a la operación de privatización, cosa que comunicó en varios de los *tweets* y en los dos primeros blogs que se publicaron en la página web de Tesla.

En tercer lugar, a fecha de 2 de agosto de 2018, Elon Musk envió un correo a la Junta Directiva de Tesla en el que les informó de su intención de llevar a cabo un procedimiento de exclusión de cotización de las acciones, y ante tal declaración la Junta no llevó a cabo ninguna actuación para evitar que tal información fuera divulgada, llevando la comunicación de información que podría inducir al error a los usuarios que la recibieran.

En cuarto lugar, Elon Musk, confió la información en relación con la operación de privatización a un analista de mercados especializado en operaciones de privatización y fondos privados, para analizar la viabilidad del procedimiento que se iba a llevar a cabo. Ante tal información, el analista le informó de que a causa del gran número de accionistas que tenía la compañía no podía garantizar la viabilidad de la operación, puesto que nunca había visto una operación de tal envergadura.

En quinto lugar, la gran mayoría de las declaraciones se llevaron a cabo a través de redes sociales, *Twitter*, u otras plataformas de internet, como sería la página web de Tesla o el blog de la compañía. Este es un elemento a tener en cuenta, puesto que hasta hace relativamente poco, la normativa en materia de Mercado de Valores no incluía este aspecto.

Por último, analizaremos las diferentes declaraciones y comunicados realizados por Elon Musk y Tesla, para determinar si la información divulgada era veraz, o si por el contrario, supuso la infracción de la normativa en materia de Mercado de Valores.

Una vez expuesto el supuesto de hecho, podemos decir que habría dos elementos clave a analizar. Por un lado, nos encontramos que fruto de estas declaraciones se ha modificado artificial y fraudulentamente el valor de cotización de las acciones, cosa nos llevará a un análisis de la normativa mercantil y penal en materia de abuso de mercado, y, por otro lado, nos encontramos con que, si finalmente la compañía llevase a cabo la adquisición de las acciones de los accionistas, que no quisieran mantenerlas en caso de “privatización”, la empresa deberá llevar a cabo una OPA de exclusión debiendo cumplir con los requisitos legales y reglamentarios, establecidos en la normativa del Mercado de Valores.

1.1. Introducción a la normativa reguladora de los Mercados Financieros

Antes de entrar a analizar los diferentes elementos de la normativa de OPA y de abuso de mercado, procederemos a realizar una breve exposición del marco regulador de los Mercados Financieros, para luego exponer las normas básicas de la regulación del Mercado de Valores.

La normativa reguladora de los Mercados Financieros tiene como finalidad garantizar el funcionamiento eficiente de los mismos, es decir, garantizar que el mercado pueda “*captar el excedente de recursos de los ahorradores (...) y canalizarlo a los prestatarios públicos o privados*”¹⁵ Aunque hablemos de la normativa española sobre los Mercados Financieros, esta es una rama del Derecho eminentemente internacionalizada, es decir, no se puede entender el funcionamiento del mercado español sin relacionarlo con la regulación de otros países u organizaciones. Fruto de la existencia de esa conexión entre los mercados financieros internacionales, a nivel europeo la Unión Europea, a partir de ahora denominada como UE, ha regulado ciertos aspectos de los mismos dando lugar a unas bases comunes aplicables todos los Estados Miembro, derivadas, principalmente, de normas de aplicación indirecta que requieren transposición para garantizar su aplicabilidad en los Estados Miembro, las Directivas.

Dentro de la regulación de los Mercados Financieros, encontramos varias ramas, y una de ellas es el Mercado de Valores. Las normas básicas que rigen el Mercado Financiero son la el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, contenido en el Real Decreto Legislativo 4/2015, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, contenida en el Real Decreto Legislativo 1/2010, y el Código de Comercio, contenido en el Real Decreto de 22 de agosto de 1885. A parte de estas normas básicas, encontramos algunas normas que desarrollan ámbitos especiales, como sería el Real Decreto 1066/2007, en materia de ofertas públicas de adquisición. También nos encontramos con normas de carácter reglamentario, como los Reales Decretos, Órdenes Ministeriales o circulares del CNMV, las cuales tienen gran incidencia en la regulación del Mercado de Valores.

Una vez expuesto el marco legal español, como ya hemos introducido anteriormente, la regulación de los Mercados Financieros, y del Mercado de Valores, tiene una fuerte influencia de la normativa internacional y comunitaria. La regulación comunitaria, partiendo del principio de mercado interior (artículo 26 TFUE) y de la libertad de circulación de capitales (artículo 63-66 TFUE), “*uno de los pilares básicos para lograr la creación de un mercado común como se estipuló el Tratado de la CEE (TCEE) de abril de 1957*”¹⁶, ha ido

¹⁵ PAREJO, Alberto; RODRÍGUEZ SÁIZ, Luis; CUERVO GARCÍA, Álvaro. *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel, 2011. pág. 1.

¹⁶ MILLET, Montserrat. <<La libertad de circulación de capitales>>. *Debate internacional*, 17 de julio de 2014, número 2. Pág. 3.

ampliando su contenido a través de las Directivas y Reglamentos con la finalidad de crear un ordenamiento común para todos los estados miembro. Fruto de esta actividad legislativas, se aprobaron textos legislativos, como la Directivas 1997/7/CE y 2006/48/CE, o el Reglamento (UE) 1093/2010. Esta actividad legislativa culminó con la aprobación de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, conocida como MiFID I (*Markets in Financial Instruments Directive I*) y el Reglamento (CE) 1276/2006, que entraron en vigor en 1 de noviembre de 2007 y que regulaban la prestación de servicios de inversión.

Dentro de la normativa de los mercados financieros, encontramos las disposiciones que abarcan los comportamientos considerados como abusivos. Para la regulación de estos comportamientos encontramos gran número de textos legislativos, tanto nacionales como internacionales, y en el ámbito comunitario hay que destacar el Reglamento 596/2014 sobre el abuso de mercado y la Directiva 2014/57/UE sobre sanciones aplicables en el marco del abuso de mercado. Estas dos normas comunitarias se aprobaron a fecha de abril de 2014, pero su aplicación se pospuso hasta 3 de julio de 2016 debido a que se requería la transposición previa de la Directiva 2014/65/UE, relativa a los mercados financieros, en la cual se contenían varios conceptos y disposiciones necesarias para la comprensión de las dos normas comunitarias en materia de abuso de mercado.

En el artículo 93 de la Directiva 2014/65/UE, a partir de ahora denominada MiFID II, se contenía una disposición que establecía la obligación de los Estados Miembro, de transponer esta disposición antes del 3 de julio de 2017, pero ese plazo se prorrogó hasta el 3 de enero de 2018. A partir de enero de 2018 entró en vigor la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, que entre otros aspectos regula las condiciones de autorización y funcionamiento de los mercados regulados, junto con el Reglamento (UE) 600/2014, conocido como MiFIR, el cual tiene como finalidad “*establecer requisitos uniformes en relación con 6 aspectos de los mercados de instrumentos financieros*”¹⁷ entre ellos la comunicación de operaciones a las autoridades competentes y los poderes de intervención de las mismas. La MiFID y el MiFIR, junto con las normas comunitarias predecesoras, “*culminan y completan el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF)*”¹⁸ de la UE que busca el establecimiento de un mercado único europeo de instrumentos financieros, con mayor transparencia, eficacia y una mayor protección de los inversores.

Aprobada la Directiva MiFID II, empezó el plazo de transposición de la misma en los diferentes Estados Miembro, que tuvieron que modificar su regulación para adaptarla al contenido de la misma. En el caso de España, a fecha de 3 de diciembre de 2017, se presentó el Anteproyecto de Ley de Mercado de Valores, cuya finalidad era adaptar la LMV a la regulación comunitaria del Mercado Financiero. La adaptación de la normativa española a la MiFID II se llevó a cabo en tres fases, a través de los Reales Decretos-ley 21/2017, 14/2018 y 19/2018. La primera fase se llevó a cabo con el Real Decreto-ley 21/2017, en el cual se transpusieron las disposiciones que establecían los estándares en materia de régimen jurídico de los centros españoles de negociación de instrumentos financieros, permitiendo que los centros de negociación españoles pudieran llevar a cabo operaciones en base a lo establecido en la MiFID II. La segunda fase se llevó a cabo a través del Real Decreto-ley 14/2018, con el cual se introdujeron cambios en relación con el ámbito geográfico, se amplió su ámbito de aplicación a todos los instrumentos negociados en el territorio español, y todos los sujetos y mercados de ese territorio, y cambios en el contenido, ampliando la regulación en materia de mercado primario, secundario,

¹⁷ TAPIA HERMIDA, Alberto J. <<El diluvio que viene (3): la aplicación del MIFIR desde enero de 2018>>. *El blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 21 de diciembre de 2017. < <http://ajtapia.com/2017/12/diluvio-viene-3-la-aplicacion-mifir-desde-3-enero-2018/>>. [Consulta: 10/11/2018]

¹⁸ MORENO ESPEJO, Antonio; BUENAVENTURA CANINO, Rodrigo. < *Directiva MIFID, reforma de la Ley del Mercado de Valores e implicaciones en el caso español*>. *Ekonomiaz*, 3r cuatrimestre 2007, número 66. Pág. 2.

intermediarios y supervisión. La última fase, se llevó a cabo con el Real Decreto-Ley 14/2018, cuya finalidad fue garantizar plena la transposición de la totalidad de la MiFID II, es decir, garantizar la plena efectividad de todas las disposiciones de la MiFID II. A través de la disposición final novena, se modificaron varios artículos del TRLMV para su adaptación a una serie de normas europeas.

En base a lo anteriormente expuesto, en los siguientes apartados analizaremos los diferentes conceptos que contiene la normativa del Mercado de Valores y la aplicaremos al presente caso, para así poder determinar cuál debería haber sido el procedimiento seguido por una empresa, que se encontrara en las mismas circunstancias que Tesla, y el tratamiento legal de las actuaciones que se llevaron a cabo.

2. La regulación mercantil y penal en materia de alteración del valor de acciones cotizadas

En este apartado, analizaremos los hechos teniendo en cuenta dos puntos de vista que las declaraciones que el Director General de Tesla realizó fueron, de forma consciente o por negligencia, falsas o engañosas y cuyo objetivo, a la vista de los organismos reguladores del mercado de valores, fue alterar de forma artificial y fraudulenta el valor de cotización de las acciones de su compañía sin tener intención de sacarlas de cotización, o bien, la intención de la compañía era la excluir de negociación las acciones pero la información que aportaron a los accionistas para que tomaran la decisión fue incompleta o engañosa.

Existe una doble regulación de las conductas que buscan producir una alteración sobre el precio de mercado de los instrumentos financieros. En materia penal, se tipifica el delito de alteración de precios, dentro de los delitos relativos al mercado y los consumidores, y dentro de la normativa mercantil, se regulan una serie de conductas prohibidas en relación con la libre formación de los precios, incluidos los precios de cotización de las acciones. Analizaremos ambas, para determinar que sanciones serían de aplicación.

2.1. Las conductas constitutivas de abuso de mercado: El TRLMV, el Real Decreto-Ley 19/2018 y el Reglamento 596/2014

En nuestro supuesto, a fecha de 7 de agosto de 2018, previa comunicación a la Junta Directiva, el 2 de agosto de 2018, el Director General de la compañía hizo pública la intención de privatización de la compañía, es decir, la exclusión de negociación de las acciones de la misma. Durante el transcurso de ese día, Elon Musk realizó varias comunicaciones, a través de *Twitter* y del blog de la compañía, en las que se daba a entender que un “fondo” estaba interesado en invertir en la compañía y apoyaba la decisión de excluir de cotización las acciones, llegando a declarar que dicho “fondo” aportaría los fondos suficientes para que esa exclusión no supusiera un aumento del endeudamiento de la compañía, y que la operación estaba tan adelantada que solo sería preciso el voto favorable de la Junta General de accionistas para llevarla a cabo.

Como consecuencia de tales declaraciones, el valor de cotización de las acciones de la misma, ascendió un 11%, de 341,99\$/acción, al inicio de sesión, hasta 379,59\$/acción, al cierre. El mismo día que se hicieron públicas tales informaciones, gran parte de los inversores, analistas y periodistas pusieron en duda la viabilidad y progreso de la operación de exclusión, y junto con las declaraciones realizadas por la compañía eso llevo a crear un caos en el mercado de valores, el cual fue en aumento en los posteriores días, llevando a que las acciones de la compañía descendieran hasta un 35,7% en los siguientes meses.

A primera vista, parecería que nos encontramos delante de un supuesto de oferta pública de exclusión, porque, en defecto de un análisis a fondo, la finalidad de la operación que, aparentemente, llevo a cabo la compañía sería la exclusión de cotización de las acciones en un mercado negociado, pero si se analiza en conjunto todas las actuaciones que la compañía realizó, se puede dilucidar que tales acciones supusieron una alteración del valor de cotización de las acciones.

En materia de alteración del valor de acciones cotizadas, encontramos una normativa más o menos unificada que se contiene en el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores. Las disposiciones españolas, relativas al Mercado de Valores, reciben gran influencia de los preceptos y directrices establecidas por normas con carácter internacional o supranacional, por ello, deberemos tener en cuenta las disposiciones contenidas en los reglamentos relativos al abuso de mercado, el Reglamento 596/2014, denominado MAR, y los mercados financieros, el Reglamento 600/2014, conocido como MiFIR, junto con la transposición de la Directiva 2014/65/UE, que recibe el nombre de MiFID II, sobre los mercados financieros.

Como ya hemos indicado en la introducción de este apartado, dentro de la normativa del Mercado de Valores encontramos una serie de cuerpos normativos que regulan de forma expresa aquellos comportamientos denominados como abuso de mercado. Según el Memorándum 7 del Reglamento 596/2014, este concepto *“abarca conductas ilegales en los mercados financieros y (...) debe entenderse como la realización de operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de la misma y la manipulación del mercado”*. Para poder ver si la conducta de la compañía supuso la infracción de los preceptos contenidos en esa normativa, deberemos analizar si se encuentran dentro de alguno de las categorías de infracciones contenidas dentro de ella, es decir, si nos encontramos delante de un supuesto de comunicación o uso de información privilegiada, o de manipulación de mercado.

Para el análisis del caso, deberemos tener en cuenta que una de las modificaciones más importantes que el RDL 19/2018 incorporó al TRLMV *“es la que afecta al régimen del abuso de mercado porque el apartado 3 de la disposición novena (...) modifica todos los artículos (225 a 232) que antes integraban el capítulo II del título VIII de la LMV”*¹⁹. El Real Decreto-Ley 19/2018 supuso la inclusión de varios aspectos relevantes, como sería la ampliación de la definición de manipulación de mercado, abarcando no solo hechos consumados, sino también la tentativa e incorporando nuevas conductas, la distinción entre la información privilegiada y la información relevante, el incremento de las funciones de supervisión y control de la CNMV y la categorización una serie de infracciones graves o muy graves y la especificación de sus sanciones.

Esta modificación afecta, tanto a la regulación de la información privilegiada, como de la manipulación de mercado. En relación con la información privilegiada, ahora encontramos su regulación en el Capítulo II del TRLMV, del Título VII, referido al abuso de mercado, donde se establece el concepto de información privilegiada y los procedimientos para la realización de operaciones en base a esa información, junto con los Capítulos V y VI, del Título VIII, que contienen el régimen de supervisión, investigación y las sanciones aplicables a las infracciones de la obligaciones en relación con la información privilegiada, junto con la regulación contenida en el MAR. En relación con la manipulación de mercado, encontraríamos algunas disposiciones dentro del Capítulo II del TRLMV, del Título VII, regulador del abuso de mercado y en el Capítulo V, del Título VIII, referido a las sanciones muy graves, pero la mayor parte de su regulación se encuentra dentro del MAR, es decir, del Reglamento 596/2014 sobre el abuso de mercado. En base a lo que se acaba de

¹⁹ TAPIA HERMIDA, Alberto J. <<El impacto del Real Decreto-Ley 19/2018 en el mercado de valores>>. *El blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 4 de diciembre de 2018. <<<http://ajtapia.com/2018/12/impactodelrealdecreto-ley-19-2018-en-el-mercado-de-valores/>>>. [Consulta: 20/11/2018].

exponer, deberemos determinar si las actuaciones que llevó a cabo la empresa analizada son constitutivas de una infracción en materia de información privilegiada y/o en materia de manipulación de mercado para poder determinar la sanciones que le serían aplicables, en caso de existir infracción alguna.

En primer lugar, analizaremos si nos encontramos delante de un supuesto de información privilegiada, y para determinar concurre alguna de estas operaciones, deberemos establecer los aspectos definitorios de este tipo de información que permiten diferenciarla de otros tipos de información. Antes de la aprobación del RDL 19/2018, que modificó el TRLMV, *“existían en nuestro ordenamiento dos definiciones distintas de información privilegiada, una la recogida en el artículo 7 del Reglamento MAR y la definición, ahora derogada, del antiguo artículo 226 de la TRLMV”*²⁰. La aprobación el Real Decreto-ley supuso la modificación del contenido de los artículos 226, que regulaba el concepto de información privilegiada, realizando una remisión expresa al contenido del artículo 7 MAR, y también del concepto de información relevante, contenido en el artículo 227 TRLMV, debido a que con la anterior redacción podía llevar a un solapamiento con la definición de información privilegiada contenida en el MAR.

Como para la concreción de las características del concepto de información privilegiada deberemos recurrir a los preceptos contenidos en el MAR, procederemos a analizar si se encuentra dentro de uno de los supuestos del ámbito de aplicación del mismo. En el artículo 2 del MAR, se establece que el contenido de los preceptos del mismo será de aplicación a los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado. Para poder determinar si las acciones que estamos analizando entrarían dentro del concepto de instrumentos financieros deberemos recurrir al contenido del artículo 4.1.15 de la MiFID II que establece que se entenderán por instrumentos financieros los contenidos en la Sección C del Anexo I, en el que encontraríamos los valores negociables. Una vez establecido que nos encontraríamos delante de unas actuaciones realizadas sobre un instrumento financiero, debemos analizar si nos encontramos delante de un mercado regulado, para ello, recurriremos al artículo 4.1.21 de la MiFID, que lo define como un *“sistema multilateral (...) gestionado por un organismo rector del mercado, que reúne (...) los intereses de compra y de venta de instrumentos financieros (...) admitidos a negociación conforme sus normas”*, concepto en el que encajaría el mercado en el que cotizan las acciones de la compañía analizada.

Una vez analizada la aplicabilidad de los preceptos contenidos en el MAR, realizaremos un análisis del concepto de información privilegiada para ver si sería de aplicación en el presente supuesto. El artículo 7.1 del MAR establece que se entenderá por información privilegiada aquella *“de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera de forma directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos (...) y que, de hacerse pública podría influir de manera apreciable sobre el precio”*. En base a esta primera definición de información privilegiado podemos establecer que se trata de una información de carácter concreto, reservada y relevante.

Estas características son matizadas en los siguientes apartados del mismo artículo, que establece que deberá entenderse por concreta, reservada y relevante. El apartado 2 del artículo 7, define lo que deberíamos entender por una información concreta, que será aquella que se *“refiere a una serie de circunstancias que se dan o que se puede esperar razonablemente que se van a dar, o a un hecho sucedido o que pueda esperar razonablemente que va a suceder”*, siempre que esa información sea lo suficientemente específica como para que permita extraer conclusiones de la misma, en relación con los

²⁰ Garrigues Abogados. <<La reforma de la Ley del Mercado de Valores aporta más claridad y flexibilidad en materias de abuso de mercado>>. *Garrigues comunica*, 28 de noviembre de 2018. <https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/la-reforma-de-la-ley-del-mercado-de-valores>. [Consulta: 20/11/2018]

precios de los instrumentos financieros. Mientras que en el apartado 4, se analizan las dos características restantes, puesto que la define como aquella *“que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de los instrumentos financieros (...), aquella información que un inversor razonable utilizaría (...) como uno de los elementos de motivación básica de sus decisiones de inversión”*. En este apartado se establece que esta información es reservada, es decir, es ignorada por la generalidad de los inversores de modo que el poseedor de la misma tiene una ventaja respecto al resto de interesados. De ese apartado también se extrae que esa información deberá ser relevante, puesto que, de tenerla, el inversor la utilizaría como fundamento de sus decisiones.

Determinado el concepto de información privilegiada, debemos tener en cuenta que se deberá diferenciar de aquella información que es meramente relevante. Para ver esa diferenciación, deberemos recurrir al artículo 227 TRLMV, en el que se establece que se considerará como relevantes, *“las restantes informaciones de carácter financiero o corporativo relativas al propio emisor o a sus valores (...) que cualquier disposición (...) obligue a hacer públicas o que consideren necesario, por su especial interés”*, es decir, todo aquella información que no sea privilegiada, pero que trate aspectos financieros o corporativos de la compañía o de sus valores, se podrá considerar como relevante.

Expuestas las definiciones de información privilegiada y relevante, procederemos a analizar si en el presente caso nos encontraríamos delante de una operación que utilice o difunda este tipo de informaciones. Como bien expone el MAR en sus Considerandos 14 y 15, los inversores basan sus decisiones de inversión en la información que tienen disponible *ex ante*. Por ello, hay que tener en cuenta que la fiabilidad de la información y de su fuente es una variable que tiene gran importancia en la generación de la oferta y la demanda. Teniendo en cuenta la importancia de esa información, el MAR establece, en su Considerando 23, la característica esencial de las operaciones que utilizan esa información que consistiría en *“obtener una ventaja injusta a partir de la información privilegiada en detrimento de terceros que desconocen esa información y, por tanto, en menoscabo de la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores”*. En el presente caso, nos encontramos con que, el Director General, con anterioridad a la declaración de “privatización” de la compañía, tenía en su poder información, a parte de la referente a la operación de exclusión en sí misma, que le permitiría saber que un fondo tenía intenciones de llevar a cabo una gran inversión en la compañía, y que dicha inversión podría utilizarse para llevar a cabo la compra de las acciones que no quisieran formar parte en una sociedad no cotizada, es decir, que tenían intención de excluir de negociación las acciones de la compañía.

A primera vista, esta información podría considerarse privilegiada, puesto que al sólo poseerla el Director General, y más tarde, la Junta Directiva, podría haberse utilizado por la misma compañía, o por terceros, a los cuales se les diera a conocer la misma, como motivación básica de sus intenciones de inversión, es decir, de su decisión de permanecer en la compañía, habiendo la posibilidad de adquirir acciones de la misma al precio anterior a la declaración, un precio porcentualmente más bajo que el de después de tal comunicado, en caso de esperar un aumento del mismo, o decidir vender sus acciones, en caso de que la previsión, en base a esa información privilegiada, fuera la bajada del precio de cotización de las mismas. En el supuesto que se acaba de exponer, nos encontraríamos delante de un caso de operaciones con información privilegiada, puesto que se cumplirían todas las características recogidas en el artículo 7 del MAR, y la conducta llevado a cabo se encontraría dentro de una de las reguladas en el artículo 8 del MAR.

Por un lado, cumpliría con todas las características establecidas en el artículo 7 del MAR. En primer lugar, puesto que, al no haberse hecho pública, tal información sería reservada, y, en segundo lugar, en caso de que esa información fuera pública, hubiera motivado las

decisiones de inversión de los accionistas de la compañía y de los otros sujetos del Mercado de Valores, es decir, hubiese sido relevante. Por último, al tratarse de una información sobre una circunstancia que se daría o que razonablemente podría darse, el hecho de que el fondo iba a invertir en la compañía y que con ese dinero se podría financiar la exclusión de negociación de las acciones, que permitiría a los accionistas de la compañía y a terceros sacar conclusiones sobre la fluctuación del precio de cotización de las acciones de la empresa, permitiría afirmar que se trataría de una información concreta.

Por otro lado, el artículo 8.1 del MAR, establece que se considerarán operaciones con información privilegiada aquellas *“realizadas por una persona que dispone de información privilegiada y que la utiliza adquiriendo, transmitiendo o cediendo, por cuenta propia o de terceros (...) los instrumentos financieros a los que se refiere esa información”*. Teniendo en cuenta la definición expuesta, si la compañía utilizara esta información para comprar, ceder o transmitir sus acciones, o recomendar a terceros, en base a esta información, realizar esas operaciones (art. 8.1 del MAR), nos encontraríamos delante de una conducta sancionable, y también aquellas operaciones que supusieran el uso de esa información para cancelar o modificar una orden relativa al instrumento financiero al que se refiere la información (art. 8.2 del MAR).

Teniendo en cuenta lo ya establecido, si la compañía, que tenía en su conocimiento información sobre la intención de inversión de ese fondo junto con la información sobre la inminente operación de exclusión, hubiera utilizado esa información para los fines anteriormente expuestos, se podría calificar la operación como uso de información privilegiada, pero en el presente caso el tratamiento de esa información fue diferente. Aunque en un principio, esa información era conocida por el Director General y la Junta Directiva, en el momento de la declaración de exclusión de cotización de las acciones de la compañía de mercados de negociación se publicitó el contenido de la misma, aunque de forma que podría llevar a una confusión, hecho que analizaremos con posterioridad, con el fin que los accionistas y terceros tuvieran acceso a la misma para la toma de sus decisiones.

Si tenemos en cuenta el hecho de que tal información se hizo de dominio general, se cumplirían dos de las tres características básicas de la información privilegiada, puesto que aunque estaríamos delante de una información concreta, en el sentido de que parte de unas circunstancias, la inversión del fondo, que podrían afectar al valor de cotización de las acciones, y relevante, que podría condicionar la decisión de los inversores de seguir o no poseyendo acciones de la compañía, al tratarse de una información pública y a la que todos los sujetos interesados tendrían acceso, no sería reservada. Al no cumplirse con uno de los requisitos no podremos calificar las informaciones aportadas por la compañía como informaciones privilegiadas, puesto que, como bien establece el Tribunal de Justicia de la Unión Europea o TJUE, *“los elementos esenciales de la definición de información privilegiada (...) son independientes el uno del otro y constituyen condiciones mínimas, cada una de las cuales debe cumplirse”* (STJUE de 11 de marzo de 2015, Lafonda vs. Autorité des marchés financiers).

A parte de la información referente a la operación de exclusión y sobre la colaboración del FIB en la misma, analizaremos otros dos hechos relevantes en materia de información privilegiada.

Por un lado, nos encontramos con que, a fecha de 17 de julio de 2018, Elon Musk declaró, a través de su cuenta de *Twitter* que los especuladores *“tenían tres semanas antes de que sus posiciones en corte explotaran”*, y tres semanas después de ese *tweet* se hizo de dominio público la intención de privatización de las acciones de la compañía. Hay que analizar a fondo si esta declaración podría considerarse comunicación de información privilegiada, puesto que se podría entender que a través de tal declaración filtró que la

compañía tenía intención de llevar a cabo una operación que podría afectar al valor de cotización de las acciones. La normativa de mercado de valores tiene la finalidad de *“garantizar la igualdad entre las partes contractuales, (...) evitando que uno de ellos, poseedor de una información privilegiada que lo sitúa en una posición ventajosa (...) saque provecho de ella”* (STJUE, de 23 de diciembre de 2009, Spector Photo Group NV, vs. CBFA), cosa que podría producirse con esta declaración llevada a cabo por Musk.

Si analizamos las características de la información privilegiada, expuestas con anterioridad, podemos darnos cuenta que no las cumpliría todas. Aunque nos encontraríamos de una información reservada, no sería lo suficientemente concreta, es decir, la declaración llevada a cabo no se refiere a unas *“circunstancias que se dan o que se puede esperar razonablemente que se van a dar”* (art. 8.1 del MAR) puesto que se trata de una información demasiado vaga y genérica, como para que pueda esperarse que un hecho vaya a suceder. Tampoco sería una información suficientemente relevante, puesto que simplemente es una comunicación sobre una circunstancia que podría suceder, pero la información difundida no es suficiente para condicionar la toma de decisiones de los inversores.

Por otro lado, encontraríamos la información que Elon Musk comunicó al analista de mercados especializado en operaciones de privatización y fondos privados. Cuando Musk se informó sobre la viabilidad de la operación que quería llevar a cabo tuvo que compartir con ese profesional la información que tenía a su disposición, en relación al FIB y a la operación de exclusión.

En el caso que tenemos delante, si el analista hubiera llevado a cabo alguna operación de adquisición, transmisión o cesión, o recomendará a un tercero llevar a cabo tales operaciones con la información que dispone, tal operación supondría una vulneración de la normativa de abuso de mercado, pero en el presente caso no realizó ninguna de las operaciones anteriormente mencionadas.

Dejando la actuación del analista de lado, deberemos tener en cuenta si Elon Musk cometió una comunicación ilícita de información privilegiada. Con carácter general, el poseedor de información privilegiada, en este caso Tesla y Elon Musk, no están habilitados para difundir a terceros esa información. Dentro de esa norma general, encontramos una excepción contenida en el artículo 10.1 del MAR, que establece que *“existe comunicación ilícita (...) cuando una persona posee información privilegiada y la revela a cualquier otra persona, excepto cuando dicha revelación se produce en el normal ejercicio de su trabajo, profesión o funciones”* (art. 10.1 del MAR), es decir, puesto que Tesla y Elon Musk comunicaron tales informaciones con la finalidad de recibir asesoramiento de un profesional especializado en estas operaciones, el supuesto quedaría incluido en el artículo 10.1 del MAR y se calificaría como comunicación lícita de información privilegiada.

En base a todo lo anteriormente expuesto, podemos concluir en que el presente caso no nos encontraríamos dentro de un supuesto de operaciones o comunicaciones con información privilegiada puesto que, en ningún momento la sociedad utilizó o recomendó a un tercero el uso de tal información, creando una situación injusta en la que una parte de los *shareholders* de la sociedad tuvieran en su poder más información que el resto de ellos, y la empresa cuando utilizó esa información, como fundamento para su decisión de “privatizar” la compañía, la hizo pública, aunque de forma imprecisa, para que todos los interesados tuvieran acceso a ella y pudieran fundamentar sus decisiones de inversión en tal información.

Como la información sobre el fondo de inversión no puede entrar dentro de la categoría de información privilegiada, y al tener un carácter financiero o corporativo, podríamos considerarla información relevante y fue debidamente publicitada puesto que en base a lo

que se establece en el art. 237 TRLMV, la CNMV *“podrá ordenar a los emisores de valores (...) que procedan a poner en conocimiento inmediato del público hechos o informaciones relevantes que puedan afectar a la negociación de los mismos, pudiendo, en su defecto, hacerlo ella misma”* y en este caso ha sido la sociedad la que procedió a dar publicidad a la información relevante, sin necesidad de ninguna indicación de la CNMV. Como ya hemos introducido anteriormente, con la nueva reforma del TRLMV, introducida por el RDL 19/2018, se incorpora a la legislación española un nuevo procedimiento de comunicación de la información, tanto privilegiada como relevante, al órgano competente. En materia de información privilegiada y relevante, el artículo 22 del MAR, establece que cada estado deberá designar *“una autoridad administrativa única que asumirá las competencias relativas al presente Reglamento”*, que en el caso de España sería la CNMV, en base al artículo 225 TRLMV que establece que *“será la autoridad competente para la aplicación del Reglamento (UE) nº 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014”*.

Una vez desestimada la posibilidad de encontrarnos delante de una infracción por operaciones con información privilegiada, entraremos a analizar si nos encontramos delante de conductas constitutivas de manipulación de mercado. Para el análisis de los hechos acaecidos, empezaremos estableciendo el concepto de manipulación de mercado.

Para el establecimiento de las características de las operaciones calificadas como manipulación de mercado, deberemos recurrir al contenido del MAR, puesto que en el TRLMV no se establece de forma expresa su definición. En el artículo 12 del MAR se describen una serie de conductas que se considerarán como manipulación de mercado. Para el presente caso, entenderemos por manipulación de mercado, *“ejecutar una operación, dar una orden de negociación o cualquier conducta que (...) i) transmita o pueda transmitir señales falsas o engañosas (...) ii) fije o pueda fijar en un nivel de precio anormal o artificial el precio”* (art. 12.1.a del MAR), junto con la definición contenida en el artículo 12.1.c del MAR que establece que también se podrá considerar como manipulación de mercado aquellas conductas que tengan como finalidad *“difundir información través de los medios de comunicación (...) transmitiendo así o pudiendo transmitir señales falsas o engañosas o pudiendo fijar un nivel de precio anormal o artificial”*.

Atendiendo a la definición de manipulación anteriormente establecida, nos encontramos con varias conductas que podrían calificarse como manipulación de mercado, a continuación, analizaremos cada una para poder determinar si alguna de ellas supone una infracción en materia de abuso de mercado. Para el análisis de la existencia de alguna conducta que se pudiera calificar como manipulación de mercado, tendremos en cuenta las diferentes informaciones que la compañía hizo públicas fruto de la declaración de privatización, en concreto aquellas referentes al fondo de inversión y las informaciones sobre el estado del procedimiento de exclusión, y también la declaración de exclusión de cotización de las acciones en sí misma.

Por un lado, procederemos a determinar si las declaraciones en las que la compañía declaraba la existencia de un fondo cuya intención sería llevar a cabo una considerable inversión en la compañía, y el cual apoyaría el procedimiento de exclusión de negociación de las acciones, junto con las declaraciones referentes al estado del procedimiento de exclusión de las acciones, es decir, los comunicados públicos en los que la sociedad reiteraba que para la realización de esa operación de exclusión sólo restaba conseguir la aprobación de la Junta General y de la Junta de Accionistas, obviando el resto de trámites necesarios, serían constitutivas de manipulación de mercado.

Por otro lado, nos encontramos con la declaración de exclusión de cotización de las acciones de la compañía. Tal declaración puede ser interpretada de dos formas, bien calificarla como una operación con intención de alterar el valor de cotización de las

acciones, que simplemente busca llevar a cabo una oferta pública de exclusión, o bien considerarla como una declaración fraudulenta cuya intención es la manipulación fraudulenta el valor de cotización de las acciones de la compañía.

Como ya hemos establecido con anterioridad, para el análisis de estas declaraciones podemos partir de dos puntos de vista, uno que se fundamentaría en la idea de que se realizaron con la finalidad de llevar a cabo una OPA, y otro en el que se llevaron a cabo con el fin de provocar una subida del precio de cotización de las acciones, que llevaban varios períodos de inestabilidad a causa de las continuas operaciones de especulación a las que se veían sometidas.

Partiendo de la primera situación, si entendemos que la sociedad tenía intención de llevar a cabo una oferta pública de exclusión, al anunciar que tal operación se llevara a cabo solo era preciso conseguir la aprobación de la Junta Directiva y de la Junta de Accionistas, de forma intencionada o por negligencia, el Director General de la Compañía transmitió, al mercado y los *shareholders*, una información engañosa o falsa, puesto que la regulación de este tipo de oferta pública presenta un procedimiento, que analizaremos en posteriores apartados, mucho más complejo que una simple aprobación por un órgano de dirección y uno de accionistas.

Respecto a la información sobre el fondo de inversión, como ya hemos establecido en los hechos, al realizar el comunicado público de privatización de la compañía, el Director General, dio a entender que había un acuerdo cerrado con el fondo de inversión, el cual había realizado una elevada inversión en la compañía, y que apoyaba la operación de exclusión de cotización. También declararon que ese fondo aportaría fondos que ayudarían a la compra de las acciones de los titulares que no quisieran seguir en una compañía no cotizada, evitando así un aumento del endeudamiento de la sociedad. Todos estos hechos que acabamos de resumir, fueron contradichos por la autoridad competente, que a través de una investigación y, después del interrogatorio del Director General de la compañía y de varios miembros de la Junta General, llegó a la conclusión de que la compañía no había llegado a ningún acuerdo con ese fondo, a diferencia de la información comunicada por la compañía, y la supuesta reunión en la que “se cerró ese acuerdo y en la que el fondo declaró su apoyo a la exclusión de negociación”, fue de 45 minutos y no se formalizó por escrito ningún acuerdo por escrito, que probara lo declarado por Musk.

Partiendo de lo que acabamos de establecer, nos encontramos delante de una declaración en la que la compañía justificaba la necesidad de una exclusión de cotización de las acciones, para garantizar la seguridad del valor de cotización de las mismas y del proyecto de futuro de la empresa, pero que se fundamentaba en varias informaciones falsas o engañosas. En base a la definición de manipulación de mercado que establecimos y los hechos establecidos, podemos afirmar que esas declaraciones llevadas a cabo por el Director General tenían la finalidad, de forma intencionada o por negligencia, de *“difundir información través de los medios de comunicación (...) transmitiendo así o pudiendo transmitir señales falsas o engañosas o pudiendo fijar un nivel de precio anormal o artificial”*.

La definición de conductas calificadas como manipulación de mercado contenidas en el artículo 12.1 y 2 del MAR, se desarrollan en el apartado 3, que realiza una remisión al anexo I del mismo texto normativo, en el que se establecen una *“serie de indicadores de señales falsas o engañosas y de fijación de precio”* (art. 12.3 del MAR). Dentro de estos indicadores, puesto que consideramos que la finalidad de la operación que se quería llevar a cabo era una OPA de exclusión, solo que la información distribuida era falsa o engañosa, nos fundamentaremos en los indicadores del apartado B del anexo, sobre indicadores relacionados con el uso de un mecanismo ficticio o cualquier otra forma de engaño o artificio. Dentro de ese bloque de indicadores, nos fundamentaremos en el indicador

establecido en el apartado a de ese bloque, el cual establece que *“si las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas por cualesquiera personas van precedidas o seguidas de la difusión de información falsa o engañosa por esas mismas personas u por otras”*, aunque por sí mismo no puede determinar si una conducta es constitutiva de manipulación de mercado puede tenerse en cuenta como indicador de una posible manipulación.

Este indicador se desarrolla en el Reglamento Delegado 2016/522 por el que se completa el Reglamento 596/2014 en lo que respecta, entre otros aspectos, a los indicadores de manipulación de mercado. Este Reglamento es la plasmación de la facultad que el Reglamento 596/2014 otorga a la Comisión para que pueda adoptar actos delegados sobre una serie de materias (art. 12.5 del MAR). La finalidad de este Reglamento delegado es el desarrollo de los indicadores *“a fin de aclarar sus elementos y tener en cuenta los avances técnicos en los mercados financieros”* (Considerando 5 del Reglamento 2016/522), por ello, *“establece normas detalladas en relación con los indicadores de manipulación”* (art. 1.1 del Reglamento 2016/522). En el anexo II de ese reglamento, encontramos una lista, aunque bastante detallada, no exhaustiva de los indicadores de manipulación, el cual se divide en varias secciones. En el apartado 1 de la sección 2 encontramos el desarrollo del indicador referido a la información falsa o engañosa, en el que se establece que estas prácticas, que podrán ser manipulativas, podrán consistir en:

- a) difusión de información falsa o engañosa sobre el mercado a través de los medios de comunicación, incluido internet, o mediante cualquier otro medio, que tenga como consecuencia, o sea probable que tenga como consecuencia, una variación del precio de un instrumento financiero, un contrato de contado sobre materias primas relacionado o un producto subastado basado en derechos de emisión, en una dirección favorable a la posición mantenida o a una operación planificada por la persona o personas interesadas en la difusión de dicha información.

En la anterior regulación de la manipulación de mercado, no se contenían las declaraciones o informaciones comunicadas a través de internet, pero como bien expone el Considerando 48 del MAR, si tenemos en cuenta la creciente tendencia del uso de recursos o canales de comunicación y distribución a través de internet, como los blogs, sitios web o redes sociales, *“es importante dejar claro que la difusión de información falsa o engañosa a través de internet, (...) debe considerarse (...) abuso de mercado, al igual que cuando se comete a través de canales de comunicación más tradicionales”*. Por ello, aunque estas informaciones fueron comunicadas a través de la cuenta de *Twitter* de la compañía, tendrán igualmente la consideración de manipulación de mercado, en base al artículo 12.1.c del MAR.

En este caso, aunque la finalidad de las informaciones distribuidas no fue la manipulación del precio de cotización de las acciones, el contenido y la forma de distribución de las mismas generó una falsa o engañosa percepción del valor esperado de las acciones de la compañía. Eso junto con la promesa de la compañía de comprar a los accionistas que no quisieran permanecer en una empresa no cotizada a un precio el 20% por encima del valor de mercado, llevó a que el valor de las acciones de la compañía creciese de forma artificial un 11% en un día, para luego registrar un desplome que duró varios meses, al conocerse la falsedad de las informaciones comunicadas. En base a lo anteriormente establecido, podemos concluir en que nos encontramos delante de una manipulación informativa del mercado, es decir, aquella que, mediante la difusión de informaciones falsas o engañosas sobre los instrumentos financieros, *“se crean o se pueden crear unas condiciones artificiales de mercado que inducen o pueden inducir a terceros a una información errónea sobre los elementos esenciales que lo integran”*²¹, y que aparte, de haber intentado tramitar una OPA sin seguir el procedimiento establecido en el RD 1066/2007, le serían de aplicación también

²¹ VILLEGAS MORENO, Pedro. *El abuso de mercado: concepto y tipos*. Cartagena de Indias: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. Pág. 29.

las sanciones en materia de infracciones dentro de ofertas públicas de adquisición, de las cuales hablaremos en posteriores apartados.

Si consideramos que la verdadera intención de la compañía no era la realización de una operación que permitiera excluir de cotización las acciones, aparte de las infracciones cometidas por la distribución o comunicación de informaciones falsas o engañosas le serían imputables también otro tipo de infracciones en materia de manipulación de mercado. Teniendo en cuenta lo establecido en el Considerando 10 del Reglamento 2016/522, se considerarán manipulaciones de mercado no sólo los órdenes iniciales, sino también las *“actualizaciones y cancelaciones, independientemente de si han sido ejecutadas o no (...) si la orden ha sido inscrita o no en el registro de órdenes del centro de negociación”*. En este caso, nos encontramos delante de la declaración de una operación de exclusión de cotización de las acciones de la compañía, la cual puede ser interpretada como una información falsa o engañosa, a la que le serían atribuidos las mismas infracciones que a las informaciones anteriormente analizadas.

Una vez establecida la existencia de una presunta manipulación de mercado, hay que tener en cuenta lo establecido en el artículo 13 del MAR en materia de prácticas aceptadas por el mercado, puesto que de concurrir alguna de ellas, *“la prohibición establecida en el artículo 15 no se aplicará a las actividades a las que se refiere el artículo 12, apartado 1, letra a”*, es decir no concurriría la prohibición de manipulación de mercado. Este artículo faculta a las autoridades competentes a determinar una serie de prácticas que tendrán la consideración de aceptadas, teniendo en cuenta varios criterios (art. 13.2 del MAR). El artículo 13.7 del MAR autoriza a la Comisión a adoptar las normas técnicas necesarias para el desarrollo de estas prácticas aceptadas. El Reglamento Delegado 2016/908, es la norma técnica que desarrolla los criterios, procedimientos y requisitos para establecer una práctica aceptada, cuya finalidad es *“mejorar la claridad del régimen jurídico cuyo marco se permiten estas prácticas y promover el comportamiento leal y eficaz entre los participantes del mercado”*. En este reglamento se contiene el procedimiento para la aceptación de estas prácticas y se desarrollan los requisitos a cumplir.

Este contenido también se ha incorporado con la última reforma del TRLMV, y ahora el artículo 225 TRLMV otorga a la CNMV la facultad para *“determinar cuáles son las prácticas de mercado aceptadas, de conformidad con lo dispuesto con el artículo 13 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 (...) mediante su aprobación por la correspondiente Circular”*, previa notificación a la AEMV para que *“evalúe la compatibilidad de cada práctica de mercado con los requisitos establecidos en el apartado 2”* (art. 13.3 del MAR).

En el supuesto presentado, queda claro que, en ningún caso, se podría estimar las prácticas llevadas a cabo por la compañía como aceptadas por el mercado, puesto que generan un impacto sobre la liquidez y eficiencia del mercado. Suponen un perjuicio para el mercado, en relación con su liquidez y eficiencia, puesto que, como establece el artículo 5 del Reglamento Delegado 2016/908, para evaluar si una práctica puede calificarse como práctica de mercado aceptada, se deberá tener en cuenta su impacto sobre, entre otros aspectos, el volumen negociado, número de órdenes y precio medio ponderado. En el caso que estamos analizando, fruto de la declaración de la operación de OPA, junto con la comunicación de las otras informaciones en relación a la misma, el número de órdenes y volumen de operaciones creció de forma más que proporcional, llegando a doblar su volumen y a generar un número de operaciones que con anterioridad no se habían registrado. En relación con el precio de cotización de las acciones, fruto de las declaraciones, este registro un aumento del 11% en el primer día, y en los meses posteriores se desplomó hasta registrar un valor del 35% inferior al registrado antes de las declaraciones. Esta fluctuación del valor de cotización supuso un distanciamiento del precio medio ponderado registrado en el periodo anterior.

2.2. El régimen de prevención, supervisión y sanción en materia de manipulación de mercado

Nos encontramos delante de un supuesto de abuso de mercado, más concretamente de un supuesto de manipulación del mercado en base al uso de informaciones falsas o engañosas, que ha provocado la fijación de un nivel anormal o artificial de precios de cotización de las acciones de la compañía. El Reglamento 596/2014 atribuye a la autoridad competente, designada por cada Estado miembro, varias potestades en materia de prevención, supervisión y sanción para poder actuar frente conductas u operaciones que, según los preceptos del Reglamento, puedan calificarse como abuso de mercado. El Considerando 62 del MAR condiciona la eficacia de la supervisión a la correcta atribución de estas competencias, por parte de cada Estado miembro, a sus autoridades competentes, y establece que:

La eficacia de la supervisión se garantiza con la atribución de un conjunto de competencias, instrumentos y recursos eficaces a la autoridad competente de cada Estado miembro. De este modo, el presente Reglamento prevé, en particular, un conjunto mínimo de competencias en materia de supervisión e investigación que se debe confiar en el Derecho interno a las autoridades competentes de los Estados miembros.

Como ya hemos establecido con anterioridad, el TRLMV, en su apartado 1 del artículo 225, establece que será *“la CNMV será la autoridad competente para la aplicación del Reglamento (UE) nº 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014”*, por lo tanto, también será la autoridad competente en materia de prevención, supervisión y sanción de manipulaciones de mercado.

Cuando nos encontramos delante de una presunta infracción en materia de manipulación de mercado el MAR regula varias formas por las que esa violación puede llegar al conocimiento de la autoridad competente. El Reglamento 596/2014 establece un régimen de prevención y detección, que supone una extensión del ámbito de comunicación de transacciones sospechosas, respecto a la anterior regulación, *“debiendo comunicarse sin demora a la autoridad competente (...) no sólo las transacciones ejecutadas sino también las órdenes formuladas que, sin haber sido aún ejecutadas, puedan constituir (...) manipulación de mercado”*²².

El artículo 16 del MAR establece la obligación de los organismos gestores de mercado y empresas de servicios de inversión de establecer mecanismos, sistemas y procedimientos eficaces para prevenir y detectar las manipulaciones de mercado, obligación que también será de aplicación a los profesionales que preparen o ejecuten operaciones en ese mercado. Este régimen de comunicación quedará sujeto a lo establecido en los artículos 31 y 54, de la MiFID II, que regulan la supervisión del cumplimiento de las normas de mercados regulados, SMN o SOC, y en los que se limita la capacidad de notificación de la CNMV a otros Estados miembros y a la AEVM, puesto que *“las autoridades competentes deberán estar convencidas de que dicha conducta se está adoptando o se ha adoptado, antes de notificarlo a las autoridades competentes de los demás Estados miembros y a la AEVM”* (art. 31.2 *in fine* y 54.2 *in fine* del MAR).

Al margen de la obligación de los organismos gestores del mercado y las empresas de servicios de inversión, en el artículo 32 del MAR, se regula un sistema para que cualquier persona pueda comunicar la existencia de posibles infracciones o infracciones reales ante las autoridades competentes, y compele a los estados al establecimiento de procedimientos, formularios y sistemas para llevar a cabo esas comunicaciones, que deberán ser seguros y

²² Ramón y Cajal Abogados. <<Resumen sobre las principales modificaciones y novedades introducidas por la nueva normativa europea de abuso de mercado>>. Newsletter Ramón y Cajal Abogados, 27 de julio de 2016.

velar por la protección de los datos de las personas que realicen esas comunicaciones. Este sistema de denuncia ha sido establecido por los artículos 276 bis y siguientes del TRLMV en el que se regulan los tipos y canales de comunicación de infracciones (art. 276 bis), contenido de las comunicaciones (art. 276 ter), garantías de confidencialidad (art. 276 quater) y protección en el ámbito laboral y contractual (art. 276 quinqués).

También puede ser la misma autoridad competente, la que, de oficio, decida analizar los hechos acaecidos detectando una presunta violación de la normativa en materia de abuso de mercado. En el caso que tenemos delante, la investigación fue iniciada por la propia autoridad que, viendo indicios de una posible manipulación de mercado a través de la difusión de información falsa o engañosa decidió ejercer parte de sus funciones, reguladas en el artículo 23 del MAR, para tener acceso a documentos, recibir informes en relación con las acciones de la compañía, sobre, entre otros aspectos, la variación de su volumen y valor de cotización y para citar a declarar a varias personas para esclarecer los hechos. El artículo 233.1 TRLMV establece *“las personas físicas y jurídicas sujetas al Reglamento (UE) n.º 596/2014, de 16 de abril de 2014”* quedaran dentro del ámbito de la potestad de supervisión, investigación y sanción, y a continuación el artículo 234 TRLMV regula las facultades de la CNMV en materia de supervisión e inspección y desarrolla las funciones reguladas en el MAR.

Cuando la CNMV finalizó la investigación, en la que recogerá pruebas sobre la existencia de una presunta manipulación de mercado, podrá incoar e instruir un expediente sancionador contra los infractores (art. 273 TRLMV), en base a las disposiciones generales en materia de infracciones y sanciones que establece que las personas físicas o jurídicas, junto con las personas que ostenten cargos de administración o dirección, *“que infrinjan normas de ordenación o disciplina del Mercado de Valores incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable”* (art. 271.1 TRLMV). Al procedimiento sancionador derivado de la incoación de expediente realizada por la CNMV le será de aplicación la Ley 39/2015 y la Ley 10/2014. La CNMV también será competente, si estima que la infracción es de entidad suficiente para considerarse como delito, para *“remitir asuntos para su procesamiento penal”* (art. 234.1.n) TRLMV), siempre teniendo en cuenta el principio de prejudicialidad penal, que establece que de tramitarse un procedimiento penal paralelo al administrativo deberá suspenderse la tramitación del segundo hasta el pronunciamiento penal firme (art. 272 TRLMV), aspecto.

Teniendo en cuenta todo lo anteriormente establecido en relación con las infracciones cometidas y el procedimiento de prevención, supervisión y sanción, procederemos a analizar las sanciones aplicables a los hechos analizados.

Antes de entrar a analizar los hechos, hay que tener en cuenta que, aunque fue Elon Musk el que llevó a cabo las declaraciones que contenían información falsa o engañosa, la Junta Directiva de Tesla, Inc. fue informada a fecha de 2 de agosto de 2018 de la intención de Musk de llevar a cabo la operación de exclusión de cotización y ante tal situación no llevaron a cabo ninguna operación para evitar las declaraciones que Musk llevó a cabo a fecha de 7 de agosto de 2018. También hay que tener en cuenta, que la empresa tampoco disponía de ningún mecanismo para el control de la información que era difundida a través de la cuenta de *Twitter* ni a través del blog de la compañía. De estos dos hechos, podemos extraer que la compañía es igualmente responsable de las declaraciones llevadas a cabo y de las consecuencias producidas por las mismas, por ello, las sanciones serán de aplicación no sólo a Elon Musk, sino que también podrán serlo a compañía.

Aunque hemos calificado los hechos acaecidos como constitutivos de una infracción en materia de manipulación de mercado, pero para la aplicación de una sanción tendremos que determinar delante de que grado de infracción nos encontramos. Para el análisis de la existencia de una presunta infracción de la normativa de abuso de mercado en materia de

manipulación de mercado nos hemos fundamentado en la normativa del MAR, a causa de que en el TRLMV se describe de forma muy vaga esta infracción. El TRLMV, regula dos infracciones relacionadas con la prohibición de manipulación de mercado del artículo 15 del MAR. Por un lado, encontramos la infracción regulada en el artículo 282.15 TRLMV, en la que se establecen una serie de circunstancias por las que una infracción en materia de manipulación de mercado podrá calificarse como muy grave. Por otro lado, el artículo 295.13 TRLMV, otorga la calificación de infracción grave o leve, en función de las circunstancias, a aquellos casos cuando la conducta llevada a cabo *“no constituya una infracción grave”*. El artículo 282 TRLMV, en su apartado 15, establece las circunstancias para que pueda concurrir un incumplimiento del artículo 15 del MAR, que establece la prohibición de la manipulación de mercado. Para que, en base a la regulación del TRLMV, una conducta o conductas puedan calificarse como manipulación de mercado, debe concurrir una de las siguientes circunstancias:

- a) la conducta produzca una alteración significativa de la cotización,
- b) el importe de los fondos utilizados o el volumen o el valor de los instrumentos financieros utilizados en la comisión de la infracción sea relevante, o
- c) el beneficio real o potencial o las pérdidas evitadas como consecuencia de la comisión de la infracción sea relevante.

En el presente caso, como ya hemos valorado en anteriores apartados, se produjo una alteración significativa del valor de cotización de las acciones de la compañía, aunque no en el sentido que los infractores esperaban, puesto que, aunque el día de la comunicación de tales informaciones las acciones subieron un 11%, a partir del día siguiente hasta varios meses después, las acciones de la compañía registraron un descenso que llegó al 35% del valor antes de la declaración. Respecto a la letra b de ese apartado, el volumen de instrumentos afectados por la operación manipulativa fue relevante porque afectó a la gran parte de los accionistas, aunque reviste gran dificultad determinar el número exacto fruto del gran volumen de acciones que tiene la compañía. En relación con el beneficio conseguido por los infractores, al bajar de forma más que proporcional el valor de las acciones, sin perjuicio de que alguno pudiera haberse lucrado realizando una estrategia especulativa o a corto, es difícil poder probar la existencia de un beneficio real o potencial por parte de los infractores. En base a lo expuesto podemos decir que los hechos objeto de análisis podrían ser calificados como infracción grave.

En el artículo 301 TRLMV, sobre sanciones por infracciones muy graves, se lleva a cabo una enumeración de las sanciones aplicables a infracciones de esa gravedad. En el artículo 301 TRLMV, se enumeran las sanciones aplicables a los incumplimientos graves del Reglamento 596/2014. Dentro del régimen de sanciones, podemos diferenciar dos tipos, los pecuniarios y los no pecuniarios.

Por un lado, encontramos las sanciones pecuniarias, categoría en la que incorporaríamos las multas, aplicables tanto a personas físicas como a jurídicas, y la obligación de restitución de los beneficios. El apartado 17 del artículo 301 TRLMV regula las multas aplicables a los infractores de los preceptos del MAR, estableciendo un importe máximo que dependerá de si el infractor es una persona física, como máximo podrá ser de 10.000.000 euros, o a una persona jurídica, como máximo podrá ser de 30.000.000 euros. Dentro de esta categoría, también incorporaríamos la obligación de restitución de los beneficios obtenidos o las pérdidas evitadas (art. 301.9 TRLMV).

Por otro lado, encontramos las sanciones no pecuniarias, en las que estaría la suspensión de autorizaciones, la prohibición de negociación, la inhabilitación y la amonestación pública. En primer lugar, encontramos, la *“suspensión (...) de la autorización de una empresa de servicios y actividades de inversión o de otras entidades”* (art. 301.10 TRLMV) que podrá tener una duración máxima de diez años. En segundo lugar, la prohibición de negociar *“por*

cuenta propia por un plazo no superior a los diez años” (art. 301.11 TRLMV) a toda persona que forme parte de la administración o dirección. En tercer lugar, la inhabilitación *“para ejercer cargos de administración o dirección en empresas de servicios y actividades de inversión”* (art. 301.12 TRLMV) cuya duración no puede exceder los diez años, sin perjuicio de una eventual inhabilitación permanente en los supuestos de infracciones cometidas de forma reiterada. Por último, encontraríamos la amonestación pública en el Boletín Oficial del Estado, en el cual se indicará *“la persona responsable y el carácter de la infracción”* (art. 301.13 TRLMV).

En base a las infracciones cometidas, a mi parecer, no podría ser de aplicación la sanción contenida en el artículo 301.9 TRLMV, a causa de, como ya he establecido en apartados anteriores, resultada de extrema complejidad la determinación del beneficio obtenido o las pérdidas evitadas fruto de las conductas llevadas a cabo, por ello, también revestiría gran complejidad la determinación del importe de la restitución establecida en este artículo. Respecto al resto de sanciones, podrían ser aplicables en el presente caso, y su extensión dependerá de los hechos y pruebas presentadas en el juicio y del enjuiciamiento llevado a cabo por el juez o tribunal competente para juzgar los hechos, pero queda claro que las sanciones que se le podrían imponer, tanto a Elon Musk, como a Tesla, Inc., serían mucho más graves que las que fueron pactadas con la SEC y posteriormente ratificadas por la Corte del Distrito.

2.3. La coexistencia de la regulación penal y administrativa en materia de manipulación de mercado: El principio de non bis in ídem

En este último apartado, analizaremos de forma breve la regulación penal en materia de manipulación de mercado para ver si sería de aplicación al presente caso, es decir, si serían de aplicación sanciones más severas que las reguladas en la normativa administrativa.

En el artículo 284 del Código Penal, a partir de ahora denominado CP, se regulan los delitos de manipulación de mercado. Actualmente se regulan varias modalidades delictivas, entre ellas el empleo de violencia, amenaza o engaño para alterar los precios, la difusión de noticias falsas o engañosas o el uso de información privilegiada. Las sanciones aplicables a esas modalidades delictivas, oscilarían entre los 6 meses de prisión a 2 años o una multa de 12 a 24 meses, inhabilitaciones entre 1 y 2 años, en los supuestos más leves. Todas estas modalidades exigen la comisión de un daño efectivo fruto de las actuaciones abusivas, y en el presente caso, como ya hemos analizado en el primer capítulo del presente trabajo, se produjo un daño efectivo a los accionistas que incentivados por las declaraciones invirtieron a la compañía, para posteriormente ver su patrimonio reducido al bajar de forma drástica el valor de cotización de las acciones, y también el daño causado al mismo mercado.

Una vez expuestas las modalidades delictivas que podrían ser de aplicación al presente caso, procederemos a tener en cuenta un par de aspectos relevantes en relación con la tipificación penal de este delito y su convivencia con las sanciones administrativas.

En primer lugar, aunque se deben tener en cuenta varios elementos para la determinación de la procedencia o no de la incoación de un procedimiento penal, entre ellas la gravedad de los hechos o de los daños causados, y a la vista de los hechos acaecidos, sin entrar a analizar cada uno para no extendernos en exceso, parecería más que probable la posible incoación de un procedimiento penal, a diferencia del caso real donde gracias a un pacto con la SEC los acusados se ahorraron el procedimiento penal. A diferencia de la SEC, que tiene a pactar con las grandes empresas evitándoles los procedimientos penales, las autoridades competentes españolas no suelen ser tan benevolentes, es decir, llevan a cabo menos pactos con las empresas imputadas, permitiendo más procedimientos penales.

En segundo lugar, las modalidades delictivas y sanciones anteriormente expuestas, se verán modificadas con la reforma del Código Penal que actualmente se encuentra en el Senado, una vez aprobada por mayoría absoluta por el Congreso de los Diputados. La finalidad de esta reforma es adaptar la actual regulación a las disposiciones de la Directiva 2014/57/UE, sobre sanciones penales aplicables al abuso de mercado, también conocida como Directiva sobre abuso de mercado. Esta Directiva plasma la intención de la Unión Europea de establecer una serie de directrices comunes para todos los Estados Miembro en materia de sanciones penales aplicables al abuso de mercado.

Estas directrices se contienen en los artículos 6 y 7 de la Directiva 2014/57/UE se establecen una serie de sanciones penales en materia de información privilegiada y manipulación de mercado, que establecen sanciones mínimas para estos delitos mucho más elevadas que las reguladas en el actual Código Penal español. Estos preceptos obligan a los Estados miembro a adoptar las medidas necesarias para que *“las infracciones mencionadas (...) puedan castigarse con sanciones penales efectivas, proporcionadas y disuasorias* (artículo 7.1 Directiva 2014/57/UE), y establece sanciones mínimas que oscilan entre los 2 y 4 años de prisión, para las personas físicas, y establecen que las personas jurídicas serán igualmente responsables de esos actos aplicándoles sanciones de exclusión de ventajas o ayudas públicas, prohibiciones de ejercicio de actividades, vigilancia judicial, disolución judicial o el cierre de establecimientos (artículo 8 Directiva 2014/57/UE).

En tercer lugar, aunque estas conductas infractoras ya están sancionadas por la normativa administrativa, el Código Penal reserva la aplicación de esta modalidad delictiva, a los supuestos más graves de manipulación de mercado, hecho que ha sido muy criticado por la doctrina puesto que no se establece con concreción la delimitación entre ambas jurisdicciones, pero como bien expone el Considerando 5 de la Directiva 2014/57/UE, sobre sanciones penales aplicables al abuso de mercado, *“se ha comprobado que la adopción de sanciones administrativas (...) ha sido hasta ahora insuficiente para garantizar el cumplimiento de las normas destinadas a prevenir y combatir el abuso de mercado”*.

Por otro lado, en el supuesto de haberse aplicado una previa sanción penal, se aplicaría el criterio del *non bis in ídem*, pero la jurisprudencia establece algunos supuestos en los que se permitirá la aplicación de una sanción penal y otra administrativa. Los criterios aplicados por el TJUE discrepan de los aplicados por el TEDH. Mientras el primero tiene en cuenta la existencia o no de *“identidad de hechos sujeto/s y fundamento o causa de pedir”*, mientras que el TEDH se basa en los criterios Engel, que establecen que se deberá tener en cuenta la *“clasificación legal de la infracción de acuerdo con la normativa nacional, (...) la naturaleza de la infracción (...) y la severidad de la sanción”*²³. Respecto a la jurisprudencia española, aplica de forma indiferente ambos criterios sin llegar a decantarse por ninguno.

3. La oferta pública de exclusión: Procedimiento, fases y requisitos para excluir acciones cotizadas de la negociación

Entendemos por oferta pública de adquisición (OPA), aquella *“operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones”*²⁴ a cambio de una contraprestación, en dinero, acciones o mixta, a excepción de las OPAs de exclusión donde la contraprestación siempre será pecuniaria. En este caso nos encontramos con un tipo especial o menos común de OPA, la oferta pública de adquisición de exclusión cuya finalidad es *“permitir a los*

²³ COMPANY CATALÁ, José Miguel. *El principio ne bis in ídem. Tratamiento del principio por el TEDH, el TJUE y el TC*. Madrid: Centro de Estudios jurídicos, 2017, pág. 10-11.

²⁴ Oficina de Atención al Inversor de la CNMV. *Las opas. Qué son y cómo actuar*. Madrid: CNMV, 2009, pág. 2.

*accionistas vender sus acciones antes de que la compañía deje de cotizar en bolsa*²⁵. La distinción entre la oferta pública ordinaria y la oferta pública de adquisición de exclusión *“reside esencialmente en su fundamento – la sociedad cotizada pretende dejar de cotizar – y, desde la perspectiva procedimental, (...)”* la sociedad que tiene valores admitidos a negociación en Bolsa acuerda la exclusión de los mismos *“en ejercicio del poder decisión inherente al principio de libertad de empresa”* (STS de 23 de noviembre de 2008) contenido el artículo 38 de la Constitución Española. Es un tipo de OPA que ofrece algunas particularidades tanto en sus elementos subjetivos, como en los objetivos. Se trata de una oferta donde *“coinciden en una misma sociedad los papeles de oferente y sociedad afectada”*²⁶ y cuyo objetivo es la adquisición de las acciones de la compañía a un precio equitativo.

Dentro de las ofertas públicas de exclusión, existen dos modalidades, las obligatorias y las voluntarias. Es necesario establecer si se trata de una OPA obligatoria o voluntaria, porque el régimen de aplicación a la misma podría variar en función de ello. Con carácter general las ofertas públicas de adquisición son voluntarias, pero la legislación establece ciertos supuestos en los que la persona física o jurídica, cuyo objetivo es la adquisición de las acciones de la compañía, queda obligada a lanzar una OPA. Según la CNMV, con carácter general, una OPA es obligatoria cuando *“un accionista alcanza el control de la sociedad, cuando la sociedad acuerda la exclusión de negociación de sus acciones y cuando la sociedad realiza una reducción de capital mediante la compra de sus propias acciones para su posterior amortización”*²⁷. En el ámbito de las OPAs de exclusión se invierte la regla general, que establece que solo los tipos expresamente regulados son de formulación obligatoria, para aplicarse un sistema en el que el oferente quedará obligado al seguimiento del procedimiento de oferta pública salvo que se de alguno de los supuestos regulados o salvo medie dispensa de la CNMV.

Como acabamos de establecer, las OPAs de exclusión son obligatorias por carácter general, pero para poder determinar si nos encontramos de una excepción deberemos recurrir a los artículos 10 y 11 del Real Decreto 1066/2007, donde se establecen las excepciones al régimen de la oferta pública de adquisición. El artículo 10, establece que, con carácter general, *“cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles, deberá promover una oferta pública de (...) salvo que, por concurrir alguno de los supuestos contemplados en el artículo 11”*.

El artículo 11 establece cinco supuestos en los que no será necesaria una OPA de exclusión, pero en el presente caso, no concurriría ninguno de estos supuestos. El oferente, Tesla, en ningún momento acumuló el 90% de las acciones de la compañía, requisito esencial para la compraventa forzosa, los accionistas no han votado por unanimidad la exclusión de cotización, la sociedad no está en un procedimiento de extinción ni se ha realizado ninguna oferta de adquisición anterior o pactado en Junta General de Accionistas un procedimiento alternativo a la OPA de exclusión. Tanto el TRLMV como el RD 1066/2007, establecen que *“el ámbito de aplicación de la normativa española, señalando que la obligación de realización de una OPA afecta a las sociedades con domicilio social en España que acuerden la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados oficiales españoles”*²⁸.

²⁵ *Ibid*, pág. 3.

²⁶ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. <<El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (opas) en la unión europea y en España>>. *Actualidad financiera*, 1991, número 2, pág. 21.

²⁷ CNMV. <<https://www.cnmv.es>>. [Consulta: 20/12/2018]

²⁸ MENÉNDEZ, Uría. <<Derecho Mercantil: Anteproyecto de Ley de reforma de la Ley del Mercado de Valores para la transposición al derecho español de las directivas de OPAS y transparencia>>. *Circular informativa Uría Menéndez*: junio de 2006. <<https://www.uria.com/documentos/circulares/>>. [Consulta: 23/12/2018]

Una vez expuesto esto, podemos decir que nos encontramos delante de una OPA de exclusión obligatoria, es decir, aquella donde es necesario presentarlas por el 100% de las acciones a cambio de un precio equitativo y sin mediar condición alguna, y la compañía deberá seguir el procedimiento, establecido tanto en el Real Decreto 1066/2007, como en la Ley del Mercado de Valores.

3.1. El acuerdo de la Junta General autorizando la OPA de exclusión

La regulación del procedimiento de la oferta pública de adquisición se encuentra en el Capítulo V del RD 1066/2007, dedicado al “anuncio, presentación y autorización de la oferta” donde se establecen las tres etapas dentro procedimiento de la oferta pública de adquisición, la fase inicial, la fase de desarrollo y la fase final, y al tratarse de una OPA de exclusión presentará algunas especialidades que iremos viendo a medida que desarrollemos el procedimiento. En las ofertas de exclusión, previstas en el artículo 10 RD 1066/2007, hay un conjunto de informaciones esenciales sobre la oferta y el precio que deberán ser publicadas antes del anuncio previo y la solicitud de autorización de la OPA. Con carácter previo a la solicitud, también se deberá convocar la Junta General de Accionistas para que aprueben la oferta y la exclusión, cosa que desarrollaremos en este apartado.

En este apartado, analizaremos los requisitos establecidos dentro del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital junto con las disposiciones del TRLMV, necesarios para la aceptación del acuerdo de oferta pública de adquisición de acciones por parte de la Junta General de Accionistas. Para poder exponer el procedimiento entero supondremos que la empresa cumplió con todos los trámites necesarios, y al final expondremos las sanciones en caso de no hacerlo.

El artículo 134 TRLMV, establece una serie de obligaciones de los órganos de administración y dirección de la sociedad, entre las que encontraríamos la consecución de *“la autorización previa de la junta general de accionistas según lo dispuesto en el artículo 194 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital”* (art. 134.1 TRLMV).

En primer lugar, con carácter general, los artículos 134 – ss. TRLSC, prohíben la adquisición originaria de acciones propia, es decir, la adquisición o suscripción, por parte de la sociedad, de sus acciones en el momento de su emisión, pero permite la adquisición derivativa, aquella que se produce con posterioridad a la emisión de las acciones, donde la sociedad adquiere las acciones de los accionistas, en determinados supuestos. En el presente caso, nos encontraríamos delante de una adquisición derivativa condicionada, regulada en el artículo 146 TRLSC, porque la sociedad podrá adquirir sus acciones siempre se cumpla:

- a) Que la adquisición haya sido autorizada mediante acuerdo de la junta general, que deberá establecer las modalidades de la adquisición, el número máximo de participaciones o de acciones a adquirir, el contravalor mínimo y máximo cuando la adquisición sea onerosa, y la duración de la autorización, que no podrá exceder de cinco años.
 - b) Que la adquisición (...) no produzca el efecto de que el patrimonio neto resulte inferior al importe del capital social más las reservas legal o estatutariamente indisponibles.
2. El valor nominal de las acciones adquiridas directa o indirectamente, sumándose al de las que ya posean (...) no podrá ser superior al veinte por ciento.

Supongamos que la Junta Directiva aprobó la propuesta de OPA de exclusión y la remitió a los accionistas para someterla a votación. Para poder cumplir con los requisitos establecidos en el artículo 146 TRLSC, supongamos que la sociedad analizada, decidiera convocar una

Junta General Extraordinaria para la aprobación del acuerdo que autorizase la adquisición derivativa de acciones y la OPA de exclusión, para ello, debería tener en cuenta los requisitos establecidos tanto en los artículos 159 – ss. TRLSC junto con lo establecido en los Estatutos Sociales.

Esta Junta General Extraordinaria fue convocada, por el Consejo de Administración, el día 7 de agosto de 2018, con posterioridad a la publicación del primero de los blogs, para el día 5 de septiembre de 2018. Se convocó la Junta General Extraordinaria, cumpliendo con el requisito del plazo previo establecido en el artículo 176 TRLSC, que establece se deberá convocar, como mínimo, con un mes de antelación a la fecha de realización de la misma.

Antes de la Junta General, los accionistas estuvieron legitimados para solicitar toda la información y aclaraciones que creyeran oportunas, hasta 7 días antes de la reunión (art. 197 TRLSC). Una vez establecidos los requisitos previos, hay que analizar el quórum que fue necesario para la constitución de la Junta General Extraordinaria. En el artículo 194 TRLSC se establece un quorum reforzado de constitución en casos especiales, entre los que se incluiría la convocatoria de Junta General para la aprobación del acuerdo de OPA de exclusión. En estos casos especiales, se requerirá *“la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean, al menos, el cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho de voto”* (art. 194 TRLSC), y en segunda convocatoria, será suficiente con el veinticinco por ciento de dicho capital.

Constituida la Junta General Extraordinaria, se debe leer el orden del día, que, en este caso, como mínimo, debería incluir la autorización de la adquisición derivativa de acciones propias y el acuerdo necesario para llevar a cabo la OPA de exclusión. Al tratarse de unos supuestos especiales, serán de aplicación las mayorías reguladas en el artículo 201 TRLSC, que establecen que en primera convocatoria será necesaria la mayoría absoluta, y en segunda convocatoria, se requerirá el voto favorable de 2/3 del capital social presente. En el presente caso, supongamos que los acuerdos fueron adoptados en primera en primera convocatoria por mayoría absoluta, que contiene la forma en la que llevará a cabo la oferta pública de adquisición junto con el precio de adquisición de las acciones.

Para la verificación de los requisitos referentes al capital social y al máximo de acciones propias en posesión de la sociedad, establecidos en el artículo 146 TRLSC, se deberá analizar las Cuentas Anuales auditadas presentadas por la compañía.

Por un lado, al tratarse de una compañía americana, el análisis de estos requisitos reviste gran complejidad, puesto que en su país los mínimos de acciones propias que la sociedad puede poseer son diferentes de los establecidos en el TRLSC. En el presente caso, el cálculo del porcentaje de acciones en autocartera es simple, puesto que, de las cuentas trimestrales publicadas por la compañía, podemos extraer que no posee acciones propias en cartera, es decir, cumpliría con el requisito referente a la posesión de menos del 20% de las acciones propias.

Por otro lado, en relación con el requisito de que el patrimonio neto debe ser, en todo momento, superior a la suma del capital social y las reservas, tendremos en cuenta los datos contenidos en las cuentas del segundo cuatrimestre. De las cuentas cuatrimestrales de Tesla, Inc., podemos extraer que el capital social, aproximado, en el momento en el que se inició la tramitación de la OPA de exclusión, era de 171.000\$, las reservas contabilizadas eran negativas, por valor de 5.457.315.000\$, mientras que el patrimonio neto era de 4.508.840.000\$. De los datos extraídos de las cuentas del segundo cuatrimestre, podemos concluir en que, aunque Tesla, Inc. adquiriera el 20% de sus acciones propias, el importe del patrimonio neto no podría ser inferior a la suma del capital social y las reservas.

Una vez cumplidos los requisitos establecidos anteriormente, la decisión adoptada deberá plasmarse en las cuentas anuales de la sociedad, a través de unos modelos normalizados para las adquisiciones derivadas, contenidos en la Orden JUS/471/2017, de 19 de mayo, por la que se aprueban los nuevos modelos para la presentación en el Registro Mercantil de las cuentas anuales de los sujetos obligados a su publicación. Esta Orden establece la obligación de cumplimentar una serie de modelos, contenidos dentro de las instrucciones de cumplimentación del modelo normal de cuentas anuales. Los modelos de documentos de información sobre acciones y participaciones propias, que están en el Anexo 4 del presente trabajo, serán los que la hipotética empresa debería cumplimentar para la elaboración de las cuentas generales.

En conclusión, la Junta de accionistas aprobó por mayoría absoluta el acuerdo que autorizó la realización de la OPA de exclusión y de una adquisición derivativa de las acciones propias de los accionistas que no quisieron permanecer en la compañía una vez excluida de cotización, es decir, el 5%²⁹.

3.2. La regulación sobre la contraprestación en las OPAs: El informe de valoración y el precio equitativo

Como ya hemos establecido en los apartados anteriores, tanto en el folleto como en el informe de valoración, se deberá establecer un precio justo y equitativo como contraprestación de las acciones que adquirirá la sociedad. Al tratarse de una OPA de exclusión *“sólo podrá formularse como compraventa, debiendo consistir en dinero la totalidad del precio”* (art. 10.3 RD 1066/2007). En el artículo 10.5 RD 1066/2007 se establecen una serie de métodos de valoración a utilizar para la determinación de la contraprestación:

- a) Valor teórico contable de la sociedad, en las últimas cuentas anuales auditadas en caso de ser preceptiva la auditoría.
- b) Valor liquidativo de la sociedad, no se deberá utilizar este método en caso que se justifique debidamente que el valor obtenido de dicha valoración es insignificante.
- c) Cotización media ponderada de los valores del semestre inmediatamente anterior al anuncio de exclusión
- d) Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado otra OPA con anterioridad.
- e) Otros métodos de valoración aceptados por la comunidad financiera internacional.

En base a los métodos de valoración expuestos, teniendo en cuenta que no se produjo con anterioridad ninguna oferta pública de adquisición y suponiendo que el valor de liquidación no supondría una representación significativa del valor de las acciones, sólo el precio ofrecido por la sociedad, de 420\$/acción, valor teórico contable, de 26,27\$/acción y cotización media ponderada del último semestre, de 314,44/acción serían de aplicación al presente caso, cuyos cálculos se encuentran en el Anexo 3.

Teniendo en cuenta estos cálculos y el artículo 10.6 RD 1066/2007 que establece que *el precio de la oferta (...) no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo y el que resulte de tener en cuenta (...) los métodos contenidos en el apartado 5”*. En base los cálculos realizados en el Anexo 3, junto con lo establecido en la Directiva 2004/25/CE, relativa a las ofertas públicas de adquisición, que el precio equitativo, en este caso de 324\$/acción, calculado en base a los últimos 12 meses de cotización anteriores a la oferta,

²⁹ Aunque los datos son reales, queda en manifiesto que una operación de este calibre estaría rozando lo imposible a causa de los grandes volúmenes con los que estamos tratando, siempre que no se dispusiera de algún inversor que facilitase el dinero necesario para tal operación, como el FIB en el caso Tesla, o recurriendo al endeudamiento o reducción de reservas, pero la finalidad de este bloque es realizar cálculos, aunque hipotéticos, en base a datos lo más reales posibles.

no es superior al ofrecido por la empresa, de 420\$/acción, por ello, sería de aplicación el precio ofrecido por la misma.

Como bien establece la normativa comunitaria, es la CNMV la encargada de velar porque el precio o contraprestación ofrecida por el oferente de la oferta pública sea equitativo y no infravalore a ninguno de los accionistas afectados por la oferta, es decir, es la encargada de velar por el buen funcionamiento del mercado bursátil y proteger los accionistas minoritarios. En relación con esta potestad, el Fundamento de Derecho sexto de la STS de 10 de julio de 2015 establece que:

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, como autoridad supervisora nacional, asume la responsabilidad de garantizar los principios de celeridad, transparencia y seguridad jurídica en la tramitación y resolución de los procedimientos de autorización de ofertas públicas de adquisición de acciones, por lo que está obligada a garantizar que en la determinación del precio equitativo no se produzca una infravaloración de las acciones en perjuicio de los titulares de los valores afectados, o que se produzcan situaciones de información privilegiada en beneficio de determinados accionistas.

La CNMV debe salvaguardar los intereses de *“todos los tenedores, (...), los destinatarios de la oferta, (...) y del órgano de administración”*, y también evitar que se *“creen falsos mercados de títulos de la sociedad afectada (...)”* y que esta *“no vea sus actividades obstaculizadas”* (STS de 23 de mayo de 2005) como consecuencia del procedimiento de OPA. Ante tal necesidad, tanto el RD 1066/2007, como el TRLMV y la Directiva 2004/25/CE, plasman la potestad de supervisión de la CNMV y regulan unos supuestos en los que la autoridad supervisor nacional, en este caso la CNMV, *“podrá modificar el precio así calculado en las circunstancias y según los criterios que se establezcan reglamentariamente”* (art. 130.2 TRLMV).

En el presente caso nos interesaría la circunstancia regulada en el apartado 9.4.b RD 1066/2007, puesto que nos podríamos encontrar delante de un supuesto de *“indicios razonables de manipulación”*. Si entendemos que las declaraciones realizadas por el Director General de la empresa fueron maliciosas y con la finalidad de manipular el precio de mercado, y *“que hubieran motivado la incoación de un procedimiento sancionador por la Comisión Nacional del Mercado de Valores”*, la CNMV podría intervenir. Cuando el Director General hizo pública la información en relación con el fondo, difundió información que podría proporcionar indicios falsos o engañosos, y ante esos indicios de manipulación del precio de mercado, la CNMV podría intervenir y solicitar al oferente, los métodos de valoración aplicados para la determinación del precio, para ver si estos suponen una contraprestación equitativa.

3.3. El procedimiento y los requisitos necesarios para la tramitación de la OPA de exclusión

Una vez aprobados por la Junta General de Accionistas los acuerdos relativos a la exclusión, entraremos en lo que sería el procedimiento de oferta pública de exclusión regulado en los Capítulos V-VIII del RD 1066/2007. La primera fase o fase inicial, es aquella en la que el *“oferente presentará la solicitud de autorización de la oferta de exclusión o publicará el anuncio previo, presentando la oferta en el plazo máximo de un mes, aplicándose lo previsto (...) para el resto de ofertas públicas de adquisición”*³⁰. Deberá anunciar la OPA y presentarla ante la CNMV, siguiendo las formalidades y aportando los documentos establecidos por el artículo 16 y siguientes del RD 1066/2007 y por la Circular 8/2008, sobre los modelos de anuncio y las solicitudes de autorización de oferta públicas.

³⁰ CNMV <<Procedimiento para la tramitación de ofertas públicas de adquisición de valores, dispensas y excepciones (P06)>>. CNMV, 20 de septiembre de 2016, pág. 5.

En primer lugar, en relación con el anuncio de la oferta pública, en base al artículo 16 del RD 1066/2007, los oferentes estarán obligados a anunciar la OPA, siguiendo las prescripciones del artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en la Circular 8/2008 de la CNMV. Según el precepto 82 de la LMV de 1988, actualmente derogada:

Los emisores de valores están obligados a hacer pública y difundir, en los términos que reglamentariamente se establezcan, inmediatamente al mercado toda información relevante. La información sobre la realización de la OPA se considera información relevante puesto que puede afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario.

A continuación, deberá incorporarse una serie de informaciones, como serían la identificación del oferente, decisión de formular la oferta, indicar un plazo aproximado en el que se presentará la oferta a la CNMV, el tipo de oferta, la participación del oferente en la sociedad afectada, información sobre la entidad afectada, valores y mercados a los que se dirige la oferta, la contraprestación, iniciativas en materia bursátil, otras informaciones y el lugar fecha y firma. Una vez anunciada la OPA, se deberá proceder a su presentación ante la CNMV puesto que la normativa la habilita para:

Excluir de la negociación los valores en dos supuestos distintos: en caso de incumplimiento de los índices reglamentarios (...), de un lado, y en caso de que así lo soliciten las entidades emisoras, de otro. En uno y otro, la facultad atribuida a la Comisión tiene por finalidad proteger a los inversores, titulares de dichos valores, tanto frente a la pérdida de liquidez, (...), como frente a la lesión que pueden sufrir como consecuencia de la exclusión de la negociación de valores por voluntad de la entidad emisora (STC 133/1997, de 16 de julio de 1997).

Según el artículo 17 RD 1066/2007, *“toda persona física o jurídica (...) que vaya a formular una oferta pública de las referidas en el capítulo III”, es decir, una OPA de exclusión, “deberá solicitar autorización a la Comisión Nacional del Mercado de Valores”* en el plazo de 1 mes desde que se hizo pública la decisión de formular la oferta. Tanto el RD 1066/2007 como la Circular 8/2008 establecen una serie de formalismos o documentos esenciales para la presentación de esta solicitud de autorización.

En relación con la documentación necesaria, el artículo 17 RD 1066/2007, establece que será obligatorio acompañar la solicitud con la documentación acreditativa del acuerdo de promover la OPA, el folleto explicativo y cualquier otra documentación complementaria exigible con carácter general (art. 20 RD 1066/2007). Algunos ejemplos de documentación complementaria serían los documentos acreditativos de garantías y del precio equitativo, en el caso de que el oferente sea una persona jurídica, la certificación de constitución de la sociedad y estatutos sociales, junto con la auditoría de cuentas, y al tratarse de una oferta de exclusión también será necesario añadir el informe de valoración.

Por un lado, la regulación del procedimiento de oferta pública exige a la CMNV que recabe un informe de valoración de la sociedad, que deberá ser elaborado por un experto independiente que no lo elegirá la sociedad *“sino que deberá nombrarlo el Registrador Mercantil y deberá acompañarse de un informe de los administradores en el que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido (...)”*.³¹

Por otro lado, hay que hacer especial mención al folleto explicativo que según el apartado 1 del artículo 18 del RD 1066/2007, que deberá ser suscrito en todas sus hojas, y se redactará de forma que cuyo análisis resulte fácil y su contenido sea comprensible. El artículo 27 TRLMV expone el contenido del folleto, y en el anexo del RD 1066/2007 se desarrolla el contenido del folleto, estructurado en cinco capítulos, y se enumera las diferentes informaciones y datos necesarios para la elaboración del mismo. Se establece que deberá

³¹ Uría Menéndez. *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*. Op. cit. Pág. 10.

contener toda aquella información que el oferente considere oportuno, y deberá estar estructurado en cinco capítulos: el primero de ellos sobre aspectos generales, el segundo sobre los elementos objetivos de la OPA, el tercero sobre el procedimiento de aceptación y liquidación, el cuarto sobre la finalidad de la operación y el quinto sobre las autorizaciones u otras informaciones.

Una vez presentada ante la CNMV la solicitud de autorización de la OPA, entraremos en la fase de desarrollo en la que la Comisión revisará la solicitud y la documentación presentada, entre ella el contenido del informe de valoración incluido como documento complementario, y declarará la admisión o no a trámite de la oferta en un plazo que no puede exceder los 7 días (art. 17.3 RD 1066/2007). Una vez admitida a trámite la CNMV analizará los documentos aportados, pudiendo recabar del oferente la aportación de información adicional necesaria (art. 21.1 RD 1066/2007), y en el plazo 20 días deberá acordar la admisión o denegación, y en ambos casos se pondrá fin a la vía administrativa, según lo establecido en el artículo 22 TRLMV. *“Las propuestas de acuerdos de denegación serán motivadas y deberán fundamentarse en el incumplimiento de las previsiones contenidas en el TRLMV, en el RD OPA o en las demás disposiciones legales o reglamentarias”*³².

Los accionistas podrán impugnar por la vía civil, las decisiones de la sociedad en caso de encontrarlas contrarias a la Ley de Sociedades de Capital, pero también podrán impugnar las resoluciones administrativas emitidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, siempre que de forma directa afecte a los derechos inherentes a sus acciones. Como bien expone la STS de 18 de abril de 2007:

Si bien no corresponde al accionista singular arrogarse la legitimación para recurrir en defensa de los intereses de la sociedad en la que participa, puede ostentar (...) un interés legítimo propio, distinto del de aquella sociedad, que le permita impugnar determinadas decisiones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando éstas incidan negativamente en su situación jurídico-patrimonial.

La CNMV deberá notificar el acuerdo al oferente y este deberá proceder, en el plazo máximo de 5 días, a la difusión pública y general de la oferta mediante *“la publicación de un anuncio en (i) el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores”* del lugar donde los valores estén admitidos a negociación *“y de todas ellas si están integrados en el Sistema de Interconexión Bursátil Español, y (ii) como mínimo, en un periódico de difusión nacional”*³³.

Una vez publicados los anuncios indicados *“se abrirá un plazo de aceptación”* (art. 23 RD 1066/2007) *“de la OPA que fijará el oferente dentro de un mínimo de 15 días naturales y un máximo de 70 días naturales, pudiendo el oferente aplicar el plazo (...) previa comunicación a la CNMV”*³⁴. Una vez abierto dicho plazo de aceptación, no será necesario dirigir la oferta a los accionistas que hayan votado a favor de la exclusión, y que decidan inmovilizar sus valores hasta que transcurra dicho plazo, siempre que en el folleto se identifique de forma clara los valores inmovilizados y la identidad de los titulares (art. 10.2 *in fine* RD 1066/2007).

Con carácter general, se exige un informe del órgano de administración de la sociedad afectada (art. 24 RD 1066/2007), pero al tratarse de una OPA de exclusión, el artículo 10.4 RD 1006/2007 *in fine* establece que no procederá dicho informe, pero que sí que lo hará el informe de valoración. El órgano de administración también deberá *“informar a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores”* y remitirles el folleto de la oferta e informar a los organismos supervisores de la defensa de la competencia para obtener autorizaciones en caso de concentración de mercado.

³² CNMV. Op. cit. pág. 8

³³ MENÉNDEZ, Uría. *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*. Barcelona: Uría Menéndez, 2006. Pág. 54.

³⁴ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. <<El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (opas) en la unión europea y en España>>. Op. cit. pág. 32.

En último elemento que encontraríamos en esta fase de desarrollo, sería la limitación de la actuación del oferente, regulada en el artículo 32 RD 1066/2007. *“El oferente, en el periodo de la OPA, está sometido a ciertas limitaciones en su capacidad de actuación cuyo alcance varía en función de los diversos momentos, tipos de actuaciones y de la contraprestación ofrecida”*³⁵. Entre esas limitaciones encontraríamos la prohibición de difusión o comunicación de información adicional no incluida en el anuncio previo o el hecho de que el oferente y todos los que estén en concierto con él no podrán ejercer sus derechos políticos.

Por último, encontraríamos la fase final, regulada en el Capítulo VIII del RD 1066/2007, en la que se realiza la aceptación y liquidación de la OPA. Transcurrido el plazo de aceptación, los valores quedarán excluidos de negociación hasta su efectiva exclusión, que se producirá cuando se liquide la operación (art. 10.7 RD 1066/2007), según lo regulado en el artículo 37 RD 1066/2007. El artículo 37 establece diferentes modalidades de liquidación, de ofertas públicas de adquisición, en función del tipo de contraprestación ofrecida. Al tratarse de una oferta pública con contraprestación dineraria, se liquidará según el procedimiento establecido por la Sociedad de Gestión de Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores S.A. (Iberclear).

3.4. Las sanciones derivadas del incumplimiento de la normativa de ofertas públicas de adquisición

El ámbito de las ofertas públicas de adquisición es uno de los que presentan una mayor complejidad en materia de supervisión e inspección, por la gran cantidad de intereses económicos que se concentran, por ello, la CNMV ostenta un intenso poder de control sobre los procedimientos de OPA. En este último apartado, una vez expuesto el procedimiento, procederemos a hablar sobre las sanciones que serían de aplicación a la empresa en el supuesto que se diera una de las infracciones de la normativa de ofertas públicas de adquisición. Este régimen sancionador, presenta una doble vertiente, por un lado, encontramos el régimen sancionador civil, y, por otro, el régimen sancionador administrativo.

El artículo 280 del TRLMV, establece las infracciones relativas a la oferta pública de adquisición, las cuales se encuentran reguladas dentro del Capítulo V del Título VII sobre normas de conducta y las infracciones muy graves. Dentro de este artículo nos encontramos con 3 tipos de acciones u omisiones constitutivas de infracciones muy graves. En el primer apartado de ese artículo, se establecen las infracciones, por incumplimiento de lo contenido en los artículos 128 a 133 y 137 TRLMV, en materia de la obligación de presentación, la presentación con defectos o fuera de plazo de la oferta pública, la falta de publicación de la información necesaria o la falta de remisión a la CNMV de la misma, y la publicación de información o documentos con inexactitudes, falsedades o datos que puedan inducir al engaño. En relación con el segundo apartado del artículo 280 TRLMV, encontramos las infracciones realizadas por los órganos de administración y dirección, por incumplimiento de las obligaciones contenidas en el artículo 134 TRLMV. Por último, encontramos el tercer apartado donde se contienen las infracciones de los artículos 82 y 135 TRLMV en materia de la aplicación medidas de neutralización por parte de las sociedades.

La oferta pública de adquisición conforma una de las piedras angulares de la regulación de las sociedades cotizadas. En la regulación actual rige un sistema de OPA obligatoria a posteriori y total, es decir, aquel en el que *“quien alcanza el control de una sociedad cotizada, viene obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares”*³⁶. Del contenido de la Directiva 2004/25/CE, junto con

³⁵ *Ibíd.* pág. 37.

³⁶ IRIBARREN, Miguel. <<Infracción de la obligación de formular una OPA y tutela indemnizatoria>>. *Almacén de Derecho*: 22 de abril de 2016. <<https://almacenederecho.org/infraccion-de-la-obligacion-de-formular-una-opa>>. [Consulta: 15/01/2019]

los preceptos del TRLMV y del RD 1066/2007, podemos extraer que el sujeto, ya sea persona física o jurídica, que quiera adquirir valores y cumpla con los requisitos, establecidos por la regulación, que hacen preceptivo el seguimiento del procedimiento de oferta pública de adquisición, deberá formular una OPA de forma obligatoria, y el incumplimiento de tal obligación es sancionable a en base a los preceptos de las normativas anteriormente citadas. Como ya hemos expuesto anteriormente, se considera incumplimiento del deber de formulación de una OPA no solo la falta de presentación de la misma, sino también la presentación fuera de plazo o con irregularidades especiales, infracción considerada como muy grave por la TRLMV, y le serán de aplicación las sanciones civiles, reguladas en el artículo 132 TRLMV, como las sanciones administrativas contenidas en el artículo 302 TRLMV.

En relación con las sanciones civiles aplicables el artículo 132.1 TRLMV establece que *“quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos políticos (...), sin perjuicio de las sanciones previstas en el Título VIII”*. La suspensión de estos derechos, entre ellos el de asistencia, votación, información, y todos aquellos sin contenido económico (art. 27.1 RD 1066/2007), solo se elevará cuando se formule la OPA con arreglo de la normativa. A parte de esta suspensión, el artículo 132 TRLMV regula otra sanción civil, puesto que otorga potestad a la CNMV para el ejercicio de impugnación en el plazo de 1 año a contar desde que tuviera conocimiento del mismo, sin perjuicio de la legitimación de otras personas. Esta segunda sanción supone la nulidad de los acuerdos adoptados por los órganos de la sociedad y por el Consejo de Administración *“cuando para la constitución o adopción de los mismos hubiera sido necesario computar los valores cuyos derechos políticos estén suspendidos”*³⁷.

Respecto las sanciones administrativas, al tratarse de una infracción muy grave, en caso que la compañía analizada las llevara a cabo, sería de aplicación el artículo 302 TRLMV, que establecen un gran marco de sanciones, que abarcan, entre otras, multas (art. 302.1), suspensiones en diferentes ámbitos, exclusión de la negociación (art. 302.4), revocaciones de autorizaciones (art. 302.5) o inhabilitación de los cargos administrativos o directivo (art. 302.12). El grado de estas sanciones se modulará en función del número de infracciones y de su gravedad.

En el supuesto de que los órganos de la sociedad analizada no cumplieran con sus obligaciones en relación a la obtención de una autorización previa de la Junta General de Accionistas (art. 280.2 TRLMV) o que no aplicaran las medidas de neutralización debidas, también serían de aplicación las sanciones del artículo 302 TRLMV, por comisión de una infracción muy grave.

Por último, respecto al resto de infracciones reguladas en el primer apartado del artículo 280 TRLMV, la falta de publicación o remisión de información, el suministro de información engañosa, inexacta o falsa y el uso de información relevante, teniendo en cuenta todo lo establecido en materia de información relevante y privilegiada en el apartado en el que analizamos el abuso de mercado, *“los emisores tienen la obligación de observar el mercado y preservar la calidad de la información, publicando de inmediato un hecho relevante cuando observen una alteración en las cotizaciones”*³⁸ y en caso que detecten alguna infracción, sería de aplicación las mismas sanciones administrativas que en el supuesto anterior.

³⁷ MENÉNDEZ, Uría. <<Derecho Mercantil: Anteproyecto de Ley de reforma de la Ley del Mercado de Valores para la transposición al derecho español de las directivas de OPAS y transparencia>>. Op. cit.

³⁸ DE LA MATA BARRANCO, Norberto J.; DOPICO GÓMEZ-ALLER, Jacobo; LASCURÁIN SÁNCHEZ, Juan Antonio; NIETO MARTÍN, Adán. *Protección Penal de la Competencia y del Mercado de Valores*>>. Madrid: Dykinson, 2018. Pág. 398.

CONCLUSIONES

El motivo de la realización del presente trabajo era el análisis de la nueva normativa en materia de abuso de mercado para poder examinar la calificación y enjuiciamiento que efectuaron los organismos competentes americanos, para poder así compararlo con el que hubiera tenido lugar en España, de haberse producido esos hechos en territorio español, y analizar el procedimiento que la empresa debería realizado para excluir de cotización sus acciones.

Atendiendo a nuestra hipótesis inicial, en base a la cual se establecía que en el supuesto de que los hechos acaecidos en el caso Tesla sucedieran en España, los procedimientos que se incoarían, las infracciones imputadas y las sanciones establecidas serían de mayor entidad de las establecidas por las autoridades competentes en Estados Unidos, podemos establecer las siguientes conclusiones que prueban parcialmente la hipótesis planteada.

En primer lugar, respecto a la calificación de los hechos, en base a las regulaciones de ambos estados se podrían imputar a los acusados los mismos cargos, en el caso de Tesla, se le podría imputar la falta de procedimientos necesarios para evitar las declaraciones de Elon Musk, mientras que al Director General de la compañía, se le podrían imputar infracciones o delitos referidos a las declaraciones falsas o engañosas, pero no operaciones con información privilegiada, puesto que, la información utilizada no cumplía con todos los requisitos de la normativa de abuso de mercado.

En segundo lugar, del análisis del presente trabajo, hemos podido extraer dos aspectos que podrían ser llevados a discusión. Por un lado, aunque ambos organismos competentes acabaran realizando calificaciones similares de los hechos, en ambos casos reviste gran complejidad la determinación de si la conducta de Elon Musk fue dolosa o negligente. Por otro lado, durante el análisis de los hechos acaecidos, se planteó el problema de que, aunque es evidente la existencia de unos daños fruto de las actuaciones y declaraciones llevadas a cabo por Tesla y Musk, la cuantificación de los mismos reviste gran complejidad, a pesar de los cálculos aproximados de los daños llevados a cabo en el presente trabajo.

En tercer lugar, en relación a las infracciones imputadas a los agentes de mercado ante una infracción de los preceptos regulados en materia de abuso de mercado, en ambos países se imputarían infracciones muy graves atendiendo a la gravedad de los hechos. Pero a causa del pacto entre la SEC y los imputados las Cortes americanas no llegaron a iniciar un procedimiento penal, mientras que en el enjuiciamiento español se incoaría esa vía.

En cuarto lugar, respecto a las sanciones, aunque la hipótesis inicial buscaba probar que las sanciones aplicadas a las infracciones cometidas son mucho más severas en España que las aplicadas por las autoridades competentes americanas, en base a los datos obtenidos se ha desmentido de forma parcial. Aunque las sanciones aplicables a personas físicas son de similar entidad en ambos países, respecto a las sanciones aplicables a personas jurídicas, el ordenamiento jurídico y órganos jurisdiccionales españoles tienden a aplicar sanciones más severas. El presente trabajo también nos ha permitido concluir que podrían ser de aplicación sanciones penales, de cárcel o prisión, en caso de incoación de un procedimiento penal.

Por último, respecto al procedimiento de OPA de exclusión es mucho más complejo de lo que Musk dio a entender en sus declaraciones en relación a la privatización de la compañía. Es un procedimiento con diferentes fases y requisitos necesarios para garantizar la libre competencia en el mercado y la libre competencia.

BIBLIOGRAFÍA Y WEBGRAFÍA

COMPANY CATALÁ, José Miguel. *El principio ne bis in ídem. Tratamiento del principio por el TEDH, el TJUE y el TC*. Madrid: Centro de Estudios jurídicos, 2017.

CNMV <<Procedimiento para la tramitación de ofertas públicas de adquisición de valores, dispensas y excepciones (P06)>>. *CNMV*, 20 de septiembre de 2016.

CNMV [En línea]. <<https://www.cnmv.es>>. [Consulta: 20/12/2018].

DE LA MATA BARRANCO, Norberto J.; DOPICO GÓMEZ-ALLER, Jacobo; LASCURAÍN SÁNCHEZ, Juan Antonio; NIETO MARTÍN, Adán. *Protección Penal de la Competencia y del Mercado de Valores*>>. Madrid: Dykinson, 2018.

Garrigues Abogados. <<La reforma de la Ley del Mercado de Valores aporta más claridad y flexibilidad en materias de abuso de mercado>>. *Garrigues comunica*, 28 de noviembre de 2018. <https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/la-reforma-de-la-ley-del-mercado-de-valores>. [Consulta: 20/11/2018]

HAZEN, Thomas Lee. *Principles of Securities Regulation*. Saint Paul: West Academic, 2017.

IRIBARREN, Miguel. <<Infracción de la obligación de formular una OPA y tutela indemnizatoria>>. *Almacén de Derecho*: 22 de abril de 2016. <<https://almacenederecho.org/infraccion-de-la-obligacion-de-formular-una-opa>> [Consulta: 15/01/2019]

LÓPEZ ALVAREZ, Adriana Lucía. <<Introducción a la regulación de valores en los Estados Unidos>>. *Revista Mercatoria*, 2009, vol. 7, núm. 2.

MENÉNDEZ, Uría. <<Derecho Mercantil: Anteproyecto de Ley de reforma de la Ley del Mercado de Valores para la transposición al derecho español de las directivas de OPAS y transparencia>>. *Circular informativa Uría Menéndez*: junio de 2006. <<https://www.uria.com/documentos/circulares/>>. [Consulta: 23/12/2018]

MENÉNDEZ, Uría. *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*. Barcelona: Uría Menéndez, 2006.

MILLET, Montserrat. <<La libertad de circulación de capitales>>. *Debate internacional*, 17 de julio de 2014, número 2.

MORENO ESPEJO, Antonio; BUENAVENTURA CANINO, Rodrigo. < *Directiva MIFID, reforma de la Ley del Mercado de Valores e implicaciones en el caso español*>. *Ekonomiaz*, 3^{er} cuatrimestre 2007, número 66.

MUSK, Elon. <<Taking Tesla Private>>. *Tesla* [En línea] 7 de agosto de 2018. <<https://www.tesla.com/blog/taking-tesla-private?redirect=no>>. [Consulta: 17/10/2018]

MUSK, Elon. <<Update on Taking Tesla Private>>. *Tesla* [En línea] 13 de agosto de 2018. <<https://www.tesla.com/blog/update-taking-tesla-private?redirect=no>>. [Consulta: 17/10/2018]

MUSK, Elon. <<Staying Public>>. *Tesla* [En línea] 24 de agosto de 2018. <<https://www.tesla.com/blog/staying-public>>. [Consulta: 17/10/2018]

Oficina de Atención al Inversor de la CNMV. *Las opas. Qué son y cómo actuar*. Madrid: CNMV, 2009.

OLIVER, Ben. *My plan to save the world*. Saint Paul: Today Tomorrow, 2018. Pág. 32.

PAREJO, Alberto; RODRÍGUEZ SÁIZ, Luis; CUERVO GARCÍA, Álvaro. *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel, 2011.

Ramón y Cajal Abogados. <<Resumen sobre las principales modificaciones y novedades introducidas por la nueva normativa europea de abuso de mercado>>. *Newsletter Ramón y Cajal Abogados*, 27 de julio de 2016.

Securities and Exchange Commission [En línea]. <<https://www.sec.gov>>.[Consulta: 06/11/2018]

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. <<El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (opas) en la unión europea y en España>>. *Actualidad financiera*, 1991, número 2.

TAPIA HERMIDA, Alberto J. <<El diluvio que viene (3): la aplicación del MIFIR desde enero de 2018>>. *El blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 21 de diciembre de 2017. <<http://ajtapia.com/2017/12/diluvio-viene-3-la-aplicacion-mifir-desde-3-enero-2018/>>.[Consulta: 10/11/2018]

TAPIA HERMIDA, Alberto J. <<El impacto del Real Decreto-Ley 19/2018 en el mercado de valores>>. *El blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 4 de diciembre de 2018. <<http://ajtapia.com/2018/12/impactodelrealdecreto-ley-19-2018-en-el-mercado-de-valores/>>.[Consulta: 20/11/2018].

T. AND HYPERINK, Pauline. *Biografía de Elon Musk*. Madrid: Babelcube Inc., 2014.

TESLA MOTORS, INC. *Form 8-K* [en línea]. [Consulta: 22/10/2018].

VILLEGAS MORENO, Pedro. *El abuso de mercado: concepto y tipos*. Cartagena de Indias: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores.

W. BUELL, Samuel. <<*What is securities fraud?* >>. *Duke Law Journal*: diciembre de 2011, Volumen 61, Número 3.

LEGISLACIÓN Y JURISPRUDENCIA

Legislación

Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

España. Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

España. Circular 8/2008, de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores.

España. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

España. Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

España. Orden JUS/471/2017, de 19 de mayo, por la que se aprueban los nuevos modelos para la presentación en el Registro Mercantil de las cuentas anuales de los sujetos obligados a su publicación.

España. Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

Estados Unidos de América. *Securities Act of 1933, Enacted May 24, 2018.*

Estados Unidos de América. *Securities Exchange Act of 1934, Enacted March 23, 2018.*

Comunidad Europea. Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición

Unión Europea. Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado).

Unión Europea. Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

Unión Europea. Reglamento (UE) No 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.

Unión Europea. Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la exención relativa a determinados bancos centrales y organismos públicos de terceros países, los indicadores de manipulación de mercado, los umbrales de divulgación, la autoridad competente para las notificaciones de retrasos, la

autorización de negociación durante períodos limitados y los tipos de operaciones de notificación obligatoria realizadas por los directivos.

Unión Europea. Reglamento Delegado (UE) 2016/908 de La Comisión de 26 de febrero de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación sobre los criterios, el procedimiento y los requisitos para establecer una práctica de mercado aceptada, así como los requisitos para mantenerla, derogarla o modificar las condiciones para su aceptación.

Unión Europea. Reglamento Delegado (UE) 2016/957 de la Comisión, de 9 de marzo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación aplicables a los mecanismos, sistemas y procedimientos apropiados, así como a las plantillas de notificación, que deben utilizarse para prevenir, detectar y notificar prácticas abusivas u órdenes u operaciones sospechosas.

Jurisprudencia

United States District Court Southern District of New York. Civil Action No. 1:18-cv-8947, September 29, 2018, United States Securities and Exchange Commission vs. Tesla Inc.

United States District Court Southern District of New York. Civil Action No. 1:18-cv-8865, September 27, 2018, United States Securities and Exchange Commission vs. Elon Musk.

United States District Court Southern District of New York. Proposed Consent Judgments of Civil Action No. 1:18-cv-8865 [rel. 1:18-cv-8947].

United States District Court Southern District of New York. Final Judgment of Civil Action No. 1:18-cv-8865, October 16, 2018, United States Securities and Exchange Commission vs. Elon Musk.

United States District Court Southern District of New York. Final Judgment of Civil Action No. 1:18-cv-8947, October 16, 2018, United States Securities and Exchange Commission vs. Tesla Inc.

U.S. Supreme Courte. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc, June 14, 1976.

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea C-169/14, 11 de marzo de 2015, Lafonda vs. Autorité des marchés financiers).

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea C-45/08, de 23 de diciembre de 2009, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck vs. Commissie voor het Bank, Financie- en Assurantiewezen (CBFA),

Sentencia de Tribunal Supremo 1931/2008, 25 de noviembre de 2008.

Sentencia del Tribunal Supremo 413/2015, 10 de Julio de 2015.

Sentencia del Tribunal Supremo 415/2005, 23 de mayo de 2005.

Sentencia del Tribunal Supremo 319/2007, de 18 de abril de 2007.

ANEXOS

Anexo 1: Cronología de los hechos

Antecedentes

Fecha	Hechos relevantes
5 de noviembre de 2013	Tesla publica el Modelo 8-K de cuentas anuales donde establece que se utilizará la web, blog y cuenta de <i>Twitter</i> de la empresa y Elon Musk para publicar información de la compañía.
4 de mayo y 17 de julio de 2018	<i>Tweets</i> de Elon Musk contra los especuladores.
31 de julio de 2018	Reunión de 30-40 minutos con los representantes del FIB.
1 de agosto de 2018	Publicación del reporte del segundo cuatrimestre de Tesla.
2 de agosto de 2018	Elon Musk envía un correo electrónico a la Junta Directiva, anunciándoles su intención de privatizar la compañía.
6 de agosto de 2018	Elon Musk habla con un especialista en fondos de capital privado, para analizar la viabilidad del procedimiento de exclusión que quería llevar a cabo.

Hechos relevantes y declaraciones del Caso Tesla

Fecha	Hechos relevantes
7 de agosto de 2018	12:00 PM: Se hace público que el FIB invirtió 2.000M de dólares en la compañía.
	12:48 PM: Elon Musk declara a través de un <i>tweet</i> su intención de privatizar la compañía.
	2:00 PM: Musk declara que su intención es que todos los inversores sigan en la compañía.
	3:16 PM: Se publica el primero de los blogs, " <i>Taking Tesla Private</i> ".
13 de agosto de 2018	Se publica el segundo de los blogs, " <i>Update on Taking Tesla Private</i> ".
24 de agosto de 2018	Se publica el último de los blogs, " <i>Staying Public</i> ", en el que se declara la finalización del procedimiento para excluir de cotización las acciones de la compañía.

27 de septiembre de 2018	La SEC interpone una demanda contra Elon Musk, ante la Corte competente
28 de septiembre de 2018	La Corte admite a trámite la demanda interpuesta contra Elon Musk
29 de septiembre de 2018	La SEC interpone una demanda contra Tesla, Inc., ante la Corte competente
30 de septiembre de 2019	La Corte admite a trámite la demanda interpuesta contra Tesla, Inc.
10 de octubre de 2018	Tesla y Elon Musk llegan a una propuesta de acuerdo con la SEC, que es remitido al órgano judicial competente para su aprobación
16 de octubre de 2018	La Corte competente dicta sentencia del caso SEC v. Tesla, Inc. y SEC v. Elon Musk, aceptando los términos incluidos en la propuesta de la SEC.

Anexo 2: La metodología de cálculo de la cuantificación de daños

A) Número de acciones= Inversión inicial / Valor de adquisición

Para poder realizar los cálculos para poder cuantificar los datos, partiremos de la inversión inicial y el valor de cotización para poder encontrar el número de acciones:

- **Situación 1:** $3.000/308,90 = 9$ acciones
- **Situación 2:** $3.000/358,30 = 8$ acciones
- **Situación 3:** $3.000/385,50 = 7$ acciones
- **Situación 4:** $3.000/369,09 = 8$ acciones

B) Valor total acciones= Número acciones x Valor de adquisición

Una vez obtenido el número de acciones calcularemos el valor total de las acciones adquiridas:

- **Situación 1:** $9 \times 308,90 = 2.780,10\$$
- **Situación 2:** $8 \times 358,30 = 2.866,40\$$
- **Situación 3:** $7 \times 385,50 = 2.698,50\$$
- **Situación 4:** $8 \times 369,09 = 2.953,72\$$

C) Cálculo de las ganancias o pérdidas que tendrían los accionistas de las acciones en caso de venderlas en fechas determinadas

Para poder calcular las ganancias o pérdidas derivadas de la venta de las acciones de Tesla, deberemos realizar una serie de cálculos:

- **Diferencia unitaria entre el precio de adquisición y el de venta:** $P_0 - P_v$
 - o Por ejemplo: En la situación 1, en caso de que vendiera el día 8 de agosto $369,09 - 308,90 = 60,19\$$
- **Diferencia total entre el precio de adquisición y el de venta:** $(P_0 - P_v) \times N^{\circ}$ acciones
 - o Siguiendo con el ejemplo del apartado anterior $(369,09 - 308,90) \times 9 = 541,71\$$
- **Desinversión:** Valor total de las acciones + Diferencia total³⁹
 - o En base a los cálculos de los dos apartados anteriores $2.780,10 + 541,71 = 3.321,81\$$

D) Cálculo del aumento o bajada de valor que han sufrido las acciones en las diferentes situaciones

Este apartado contiene una serie de tablas, en las que se plasma en forma numérica lo expuesto en el apartado 4, en el que se cuantifican los daños potenciales que podrían haber sufrido los "shareholders".

Las dos primeras columnas, referentes al precio y número de acciones, han sido expuestas en los apartados anteriores, y hacen referencia al precio al cierre de sesión de cada día, es

³⁹ El resultado de este cálculo es en términos brutos, no incluye los impuestos que recaen sobre este tipo de rentas.

decir, el valor por el que esa acción cerró en el período de cotización, y al número de acciones que hubiera recibido cada accionista, teniendo en cuenta el momento de la compra.

Encontramos dos columnas referidas a la variación, una en valores unitarios y otra en valores porcentuales. En el apartado de variación porcentual, los datos aparecen en una escala de colores, en la que como más próximo al verde oscuro se encuentre el valor, la variación fue más positiva, es decir, el precio de valor ascendió, mientras que como más próximo al rojo oscuro se encuentre, mayor fue el descenso que sufrió el valor de cotización ese día.

Situación 1: La compra se produjo se produjo el 6 de julio, a un precio de 308,90\$.

Situación 1	Precio/u	Acciones	Valor total	Variación	% Variación
Fecha de compra: 06/06/2018	\$ 308,90	9	\$ 2.780,10		
07/08/2018	\$ 379,57	9	\$ 3.416,13	\$ 636,03	22,88%
08/08/2018	\$ 370,34	9	\$ 3.333,06	\$ 552,96	19,89%
09/08/2018	\$ 352,45	9	\$ 3.172,05	\$ 391,95	14,10%
10/08/2018	\$ 355,49	9	\$ 3.199,41	\$ 419,31	15,08%
13/08/2018	\$ 356,41	9	\$ 3.207,69	\$ 427,59	15,38%
14/08/2018	\$ 347,64	9	\$ 3.128,76	\$ 348,66	12,54%
15/08/2018	\$ 338,69	9	\$ 3.048,21	\$ 268,11	9,64%
16/08/2018	\$ 335,45	9	\$ 3.019,05	\$ 238,95	8,60%
17/08/2018	\$ 305,50	9	\$ 2.749,50	\$ -30,60	-1,10%
20/08/2018	\$ 308,44	9	\$ 2.775,96	\$ -4,14	-0,15%
21/08/2018	\$ 321,90	9	\$ 2.897,10	\$ 117,00	4,21%
23/08/2018	\$ 320,10	9	\$ 2.880,90	\$ 100,80	3,63%
24/08/2018	\$ 322,82	9	\$ 2.905,38	\$ 125,28	4,51%
27/08/2018	\$ 319,27	9	\$ 2.873,43	\$ 93,33	3,36%
28/08/2018	\$ 311,86	9	\$ 2.806,74	\$ 26,64	0,96%
30/08/2018	\$ 303,15	9	\$ 2.728,35	\$ -51,75	-1,86%
31/08/2018	\$ 301,66	9	\$ 2.714,94	\$ -65,16	-2,34%
04/09/2018	\$ 288,95	9	\$ 2.600,55	\$ -179,55	-6,46%
05/09/2018	\$ 280,74	9	\$ 2.526,66	\$ -253,44	-9,12%
06/09/2018	\$ 280,95	9	\$ 2.528,55	\$ -251,55	-9,05%
07/09/2018	\$ 263,24	9	\$ 2.369,16	\$ -410,94	-14,78%
10/09/2018	\$ 285,50	9	\$ 2.569,50	\$ -210,60	-7,58%
11/09/2018	\$ 279,44	9	\$ 2.514,96	\$ -265,14	-9,54%
12/09/2018	\$ 290,54	9	\$ 2.614,86	\$ -165,24	-5,94%
13/09/2018	\$ 289,46	9	\$ 2.605,14	\$ -174,96	-6,29%

14/09/2018	\$ 295,20	9	\$ 2.656,80	\$ -123,30	-4,44%
17/09/2018	\$ 294,84	9	\$ 2.653,56	\$ -126,54	-4,55%
18/09/2018	\$ 284,96	9	\$ 2.564,64	\$ -215,46	-7,75%
20/09/2018	\$ 298,33	9	\$ 2.684,97	\$ -95,13	-3,42%
24/09/2018	\$ 299,68	9	\$ 2.697,12	\$ -82,98	-2,98%
25/09/2018	\$ 300,99	9	\$ 2.708,91	\$ -71,19	-2,56%
26/09/2018	\$ 309,58	9	\$ 2.786,22	\$ 6,12	0,22%
27/09/2018	\$ 307,52	9	\$ 2.767,68	\$ -12,42	-0,45%
28/09/2018	\$ 264,77	9	\$ 2.382,93	\$ -397,17	-14,29%
01/10/2018	\$ 310,70	9	\$ 2.796,30	\$ 16,20	0,58%
02/10/2018	\$ 301,02	9	\$ 2.709,18	\$ -70,92	-2,55%
03/10/2018	\$ 294,80	9	\$ 2.653,20	\$ -126,90	-4,56%
04/10/2018	\$ 281,83	9	\$ 2.536,47	\$ -243,63	-8,76%
05/10/2018	\$ 261,95	9	\$ 2.357,55	\$ -422,55	-15,20%
08/10/2018	\$ 250,56	9	\$ 2.255,04	\$ -525,06	-18,89%
09/10/2018	\$ 262,80	9	\$ 2.365,20	\$ -414,90	-14,92%
10/10/2018	\$ 256,88	9	\$ 2.311,92	\$ -468,18	-16,84%
11/10/2018	\$ 252,23	9	\$ 2.270,07	\$ -510,03	-18,35%
15/10/2018	\$ 259,59	9	\$ 2.336,31	\$ -443,79	-15,96%
16/10/2018	\$ 276,59	9	\$ 2.489,31	\$ -290,79	-10,46%
17/10/2018	\$ 271,78	9	\$ 2.446,02	\$ -334,08	-12,02%
18/10/2018	\$ 263,91	9	\$ 2.375,19	\$ -404,91	-14,56%
19/10/2018	\$ 260,00	9	\$ 2.340,00	\$ -440,10	-15,83%
22/10/2018	\$ 260,95	9	\$ 2.348,55	\$ -431,55	-15,52%
23/10/2018	\$ 294,14	9	\$ 2.647,26	\$ -132,84	-4,78%
24/10/2018	\$ 288,50	9	\$ 2.596,50	\$ -183,60	-6,60%
25/10/2018	\$ 314,86	9	\$ 2.833,74	\$ 53,64	1,93%

Situación 2: La compra se produjo el 7 de agosto, poco después de la primera declaración de privatización, a un precio de 358,30\$.

Situación 2	Precio/u	Acciones	Valor total	Variación	% Variación
Fecha de compra: 07/08/2018	\$358,30	8	\$2.866,40		
07/08/2018	\$379,57	8	\$3.036,56	\$170,16	5,94%
08/08/2018	\$370,34	8	\$2.962,72	\$96,32	3,36%
09/08/2018	\$352,45	8	\$2.819,60	-\$46,80	-1,63%

10/08/2018	\$355,49	8	\$2.843,92	-\$22,48	-0,78%
13/08/2018	\$356,41	8	\$2.851,28	-\$15,12	-0,53%
14/08/2018	\$347,64	8	\$2.781,12	-\$85,28	-2,98%
15/08/2018	\$338,69	8	\$2.709,52	-\$156,88	-5,47%
16/08/2018	\$335,45	8	\$2.683,60	-\$182,80	-6,38%
17/08/2018	\$305,50	8	\$2.444,00	-\$422,40	-14,74%
20/08/2018	\$308,44	8	\$2.467,52	-\$398,88	-13,92%
21/08/2018	\$321,90	8	\$2.575,20	-\$291,20	-10,16%
23/08/2018	\$320,10	8	\$2.560,80	-\$305,60	-10,66%
24/08/2018	\$322,82	8	\$2.582,56	-\$283,84	-9,90%
27/08/2018	\$319,27	8	\$2.554,16	-\$312,24	-10,89%
28/08/2018	\$311,86	8	\$2.494,88	-\$371,52	-12,96%
30/08/2018	\$303,15	8	\$2.425,20	-\$441,20	-15,39%
31/08/2018	\$301,66	8	\$2.413,28	-\$453,12	-15,81%
04/09/2018	\$288,95	8	\$2.311,60	-\$554,80	-19,36%
05/09/2018	\$280,74	8	\$2.245,92	-\$620,48	-21,65%
06/09/2018	\$280,95	8	\$2.247,60	-\$618,80	-21,59%
07/09/2018	\$263,24	8	\$2.105,92	-\$760,48	-26,53%
10/09/2018	\$285,50	8	\$2.284,00	-\$582,40	-20,32%
11/09/2018	\$279,44	8	\$2.235,52	-\$630,88	-22,01%
12/09/2018	\$290,54	8	\$2.324,32	-\$542,08	-18,91%
13/09/2018	\$289,46	8	\$2.315,68	-\$550,72	-19,21%
14/09/2018	\$295,20	8	\$2.361,60	-\$504,80	-17,61%
17/09/2018	\$294,84	8	\$2.358,72	-\$507,68	-17,71%
18/09/2018	\$284,96	8	\$2.279,68	-\$586,72	-20,47%
20/09/2018	\$298,33	8	\$2.386,64	-\$479,76	-16,74%
24/09/2018	\$299,68	8	\$2.397,44	-\$468,96	-16,36%
25/09/2018	\$300,99	8	\$2.407,92	-\$458,48	-15,99%
26/09/2018	\$309,58	8	\$2.476,64	-\$389,76	-13,60%
27/09/2018	\$307,52	8	\$2.460,16	-\$406,24	-14,17%
28/09/2018	\$264,77	8	\$2.118,16	-\$748,24	-26,10%
01/10/2018	\$310,70	8	\$2.485,60	-\$380,80	-13,28%
02/10/2018	\$301,02	8	\$2.408,16	-\$458,24	-15,99%
03/10/2018	\$294,80	8	\$2.358,40	-\$508,00	-17,72%
04/10/2018	\$281,83	8	\$2.254,64	-\$611,76	-21,34%
05/10/2018	\$261,95	8	\$2.095,60	-\$770,80	-26,89%
08/10/2018	\$250,56	8	\$2.004,48	-\$861,92	-30,07%
09/10/2018	\$262,80	8	\$2.102,40	-\$764,00	-26,65%

10/10/2018	\$256,88	8	\$2.055,04	-\$811,36	-28,31%
11/10/2018	\$252,23	8	\$2.017,84	-\$848,56	-29,60%
15/10/2018	\$259,59	8	\$2.076,72	-\$789,68	-27,55%
16/10/2018	\$276,59	8	\$2.212,72	-\$653,68	-22,80%
17/10/2018	\$271,78	8	\$2.174,24	-\$692,16	-24,15%
18/10/2018	\$263,91	8	\$2.111,28	-\$755,12	-26,34%
19/10/2018	\$260,00	8	\$2.080,00	-\$786,40	-27,44%
22/10/2018	\$260,95	8	\$2.087,60	-\$778,80	-27,17%
23/10/2018	\$294,14	8	\$2.353,12	-\$513,28	-17,91%
24/10/2018	\$288,50	8	\$2.308,00	-\$558,40	-19,48%
25/10/2018	\$314,86	8	\$2.518,88	-\$347,52	-12,12%

Situación 3: La compra se produjo el 7 de agosto a las 3:45 PM, después de varias horas de la primera declaración de privatización, a un precio de 385,50\$.

Situación 3	Precio/u	Acciones	Valor total	Variación	% Variación
Fecha de compra: 07/08/2018	\$385,50	7	\$2.698,50		
07/08/2018	\$379,57	7	\$2.656,99	-\$41,51	-1,54%
08/08/2018	\$370,34	7	\$2.592,38	-\$106,12	-3,93%
09/08/2018	\$352,45	7	\$2.467,15	-\$231,35	-8,57%
10/08/2018	\$355,49	7	\$2.488,43	-\$210,07	-7,78%
13/08/2018	\$356,41	7	\$2.494,87	-\$203,63	-7,55%
14/08/2018	\$347,64	7	\$2.433,48	-\$265,02	-9,82%
15/08/2018	\$338,69	7	\$2.370,83	-\$327,67	-12,14%
16/08/2018	\$335,45	7	\$2.348,15	-\$350,35	-12,98%
17/08/2018	\$305,50	7	\$2.138,50	-\$560,00	-20,75%
20/08/2018	\$308,44	7	\$2.159,08	-\$539,42	-19,99%
21/08/2018	\$321,90	7	\$2.253,30	-\$445,20	-16,50%
23/08/2018	\$320,10	7	\$2.240,70	-\$457,80	-16,96%
24/08/2018	\$322,82	7	\$2.259,74	-\$438,76	-16,26%
27/08/2018	\$319,27	7	\$2.234,89	-\$463,61	-17,18%
28/08/2018	\$311,86	7	\$2.183,02	-\$515,48	-19,10%
30/08/2018	\$303,15	7	\$2.122,05	-\$576,45	-21,36%
31/08/2018	\$301,66	7	\$2.111,62	-\$586,88	-21,75%
04/09/2018	\$288,95	7	\$2.022,65	-\$675,85	-25,05%
05/09/2018	\$280,74	7	\$1.965,18	-\$733,32	-27,18%

06/09/2018	\$280,95	7	\$1.966,65	-\$731,85	-27,12%
07/09/2018	\$263,24	7	\$1.842,68	-\$855,82	-31,71%
10/09/2018	\$285,50	7	\$1.998,50	-\$700,00	-25,94%
11/09/2018	\$279,44	7	\$1.956,08	-\$742,42	-27,51%
12/09/2018	\$290,54	7	\$2.033,78	-\$664,72	-24,63%
13/09/2018	\$289,46	7	\$2.026,22	-\$672,28	-24,91%
14/09/2018	\$295,20	7	\$2.066,40	-\$632,10	-23,42%
17/09/2018	\$294,84	7	\$2.063,88	-\$634,62	-23,52%
18/09/2018	\$284,96	7	\$1.994,72	-\$703,78	-26,08%
20/09/2018	\$298,33	7	\$2.088,31	-\$610,19	-22,61%
24/09/2018	\$299,68	7	\$2.097,76	-\$600,74	-22,26%
25/09/2018	\$300,99	7	\$2.106,93	-\$591,57	-21,92%
26/09/2018	\$309,58	7	\$2.167,06	-\$531,44	-19,69%
27/09/2018	\$307,52	7	\$2.152,64	-\$545,86	-20,23%
28/09/2018	\$264,77	7	\$1.853,39	-\$845,11	-31,32%
01/10/2018	\$310,70	7	\$2.174,90	-\$523,60	-19,40%
02/10/2018	\$301,02	7	\$2.107,14	-\$591,36	-21,91%
03/10/2018	\$294,80	7	\$2.063,60	-\$634,90	-23,53%
04/10/2018	\$281,83	7	\$1.972,81	-\$725,69	-26,89%
05/10/2018	\$261,95	7	\$1.833,65	-\$864,85	-32,05%
08/10/2018	\$250,56	7	\$1.753,92	-\$944,58	-35,00%
09/10/2018	\$262,80	7	\$1.839,60	-\$858,90	-31,83%
10/10/2018	\$256,88	7	\$1.798,16	-\$900,34	-33,36%
11/10/2018	\$252,23	7	\$1.765,61	-\$932,89	-34,57%
15/10/2018	\$259,59	7	\$1.817,13	-\$881,37	-32,66%
16/10/2018	\$276,59	7	\$1.936,13	-\$762,37	-28,25%
17/10/2018	\$271,78	7	\$1.902,46	-\$796,04	-29,50%
18/10/2018	\$263,91	7	\$1.847,37	-\$851,13	-31,54%
19/10/2018	\$260,00	7	\$1.820,00	-\$878,50	-32,56%
22/10/2018	\$260,95	7	\$1.826,65	-\$871,85	-32,31%
23/10/2018	\$294,14	7	\$2.058,98	-\$639,52	-23,70%
24/10/2018	\$288,50	7	\$2.019,50	-\$679,00	-25,16%
25/10/2018	\$314,86	7	\$2.204,02	-\$494,48	-18,32%

Situación 4: Las acciones fueron adquiridas el día 8 de agosto, en el momento de la apertura del mercado, a un precio de 369,09\$.

Situación 4	Precio/u	Acciones	Valor total	Variación	% Variación
Fecha de compra: 08/08/2018	\$369,09	8	\$2.952,72		
08/08/2018	\$370,34	8	\$2.962,72	\$10,00	0,34%
09/08/2018	\$352,45	8	\$2.819,60	-\$133,12	-4,51%
10/08/2018	\$355,49	8	\$2.843,92	-\$108,80	-3,68%
13/08/2018	\$356,41	8	\$2.851,28	-\$101,44	-3,44%
14/08/2018	\$347,64	8	\$2.781,12	-\$171,60	-5,81%
15/08/2018	\$338,69	8	\$2.709,52	-\$243,20	-8,24%
16/08/2018	\$335,45	8	\$2.683,60	-\$269,12	-9,11%
17/08/2018	\$305,50	8	\$2.444,00	-\$508,72	-17,23%
20/08/2018	\$308,44	8	\$2.467,52	-\$485,20	-16,43%
21/08/2018	\$321,90	8	\$2.575,20	-\$377,52	-12,79%
23/08/2018	\$320,10	8	\$2.560,80	-\$391,92	-13,27%
24/08/2018	\$322,82	8	\$2.582,56	-\$370,16	-12,54%
27/08/2018	\$319,27	8	\$2.554,16	-\$398,56	-13,50%
28/08/2018	\$311,86	8	\$2.494,88	-\$457,84	-15,51%
30/08/2018	\$303,15	8	\$2.425,20	-\$527,52	-17,87%
31/08/2018	\$301,66	8	\$2.413,28	-\$539,44	-18,27%
04/09/2018	\$288,95	8	\$2.311,60	-\$641,12	-21,71%
05/09/2018	\$280,74	8	\$2.245,92	-\$706,80	-23,94%
06/09/2018	\$280,95	8	\$2.247,60	-\$705,12	-23,88%
07/09/2018	\$263,24	8	\$2.105,92	-\$846,80	-28,68%
10/09/2018	\$285,50	8	\$2.284,00	-\$668,72	-22,65%
11/09/2018	\$279,44	8	\$2.235,52	-\$717,20	-24,29%
12/09/2018	\$290,54	8	\$2.324,32	-\$628,40	-21,28%
13/09/2018	\$289,46	8	\$2.315,68	-\$637,04	-21,57%
14/09/2018	\$295,20	8	\$2.361,60	-\$591,12	-20,02%
17/09/2018	\$294,84	8	\$2.358,72	-\$594,00	-20,12%
18/09/2018	\$284,96	8	\$2.279,68	-\$673,04	-22,79%
20/09/2018	\$298,33	8	\$2.386,64	-\$566,08	-19,17%
24/09/2018	\$299,68	8	\$2.397,44	-\$555,28	-18,81%
25/09/2018	\$300,99	8	\$2.407,92	-\$544,80	-18,45%
26/09/2018	\$309,58	8	\$2.476,64	-\$476,08	-16,12%
27/09/2018	\$307,52	8	\$2.460,16	-\$492,56	-16,68%

28/09/2018	\$264,77	8	\$2.118,16	-\$834,56	-28,26%
01/10/2018	\$310,70	8	\$2.485,60	-\$467,12	-15,82%
02/10/2018	\$301,02	8	\$2.408,16	-\$544,56	-18,44%
03/10/2018	\$294,80	8	\$2.358,40	-\$594,32	-20,13%
04/10/2018	\$281,83	8	\$2.254,64	-\$698,08	-23,64%
05/10/2018	\$261,95	8	\$2.095,60	-\$857,12	-29,03%
08/10/2018	\$250,56	8	\$2.004,48	-\$948,24	-32,11%
09/10/2018	\$262,80	8	\$2.102,40	-\$850,32	-28,80%
10/10/2018	\$256,88	8	\$2.055,04	-\$897,68	-30,40%
11/10/2018	\$252,23	8	\$2.017,84	-\$934,88	-31,66%
15/10/2018	\$259,59	8	\$2.076,72	-\$876,00	-29,67%
16/10/2018	\$276,59	8	\$2.212,72	-\$740,00	-25,06%
17/10/2018	\$271,78	8	\$2.174,24	-\$778,48	-26,36%
18/10/2018	\$263,91	8	\$2.111,28	-\$841,44	-28,50%
19/10/2018	\$260,00	8	\$2.080,00	-\$872,72	-29,56%
22/10/2018	\$260,95	8	\$2.087,60	-\$865,12	-29,30%
23/10/2018	\$294,14	8	\$2.353,12	-\$599,60	-20,31%
24/10/2018	\$288,50	8	\$2.308,00	-\$644,72	-21,83%
25/10/2018	\$314,86	8	\$2.518,88	-\$433,84	-14,69%

Anexo 3: Cálculo de los métodos de valoración de la contraprestación de la OPA y el precio equitativo

En este tercer anexo, se procederá al cálculo de los diferentes métodos de valoración regulados en el Real Decreto 1006/2007, sobre las ofertas públicas de exclusión. Como ya se ha expuesto en el cuerpo del trabajo, teniendo en cuenta que no se produjo con anterioridad ninguna oferta pública de adquisición y suponiendo que el valor de liquidación no supondría una representación significativa del valor de las acciones, sólo el precio ofrecido por la sociedad, valor teórico contable y cotización media ponderada del último semestre serían de aplicación al presente caso.

A continuación procederemos a establecer la forma de cálculo de cada uno de esos métodos exponiendo los diferentes elementos que los componen.

En primer lugar se calculará el precio ofrecido por la sociedad, que en este caso es de 402\$/acción.

Como ya se ha dicho con anterioridad, el precio que se fijó como valor de compra o “*Standard Premium*”, aplicado a los accionistas que no quisieran seguir en Tesla en caso de que la misma se privatizara, era de 420\$. Elon Musk justificó, tanto en el blog publicado el 13 de Agosto como ante la SEC, que dicho valor se obtuvo aplicando un 20% sobre el precio de cotización de las acciones de Tesla en el momento en el que se a la Junta Directiva, el 2 de Agosto de 2018, su intención de privatizar la compañía.

Entendiendo que el valor de cotización de las acciones de Tesla a 2 de Agosto se refiere al valor que registraron una vez cerrado el mercado en el que cotizan, el Nasdaq, el valor de las mismas sería de 349,54. Si aplicamos el 20% sobre ese precio de cotización obtenemos que el “*Standard Premium*”, si redondeamos a un valor sin decimales, debería haber sido de 419\$ ($349,54 \times 1,2 = 419,45 \approx 419$).

Teniendo en cuenta lo anteriormente establecido, ¿por qué el “*Standard Premium*” aplicado fue de 420\$, en lugar de 419\$? Esta pregunta tiene una fácil respuesta, como bien admitió Elon Musk ante la SEC “*él redondeó a un precio de 420\$ porque hacía poco había aprendido que ese número tenía gran significancia en la cultura de la marihuana y pensó que a su novia le haría gracia*”⁴⁰. Lo que por parte de Musk fue una simple gracia, el uso del número 420⁴¹, es decir, esta analogía a la marihuana, llevó a que parte de los accionistas, periodistas y analistas creyeran que la declaración de privatización que Musk era una simple broma o burla, causando aún más caos en el mercado. Como bien declaró el Financial Times “[a] las sospechas se sumó el precio de 420 dólares propuesto por las acciones de Tesla, que fue visto como una posible referencia al 4/20, el 20 de abril (en inglés las fechas se escriben al revés), un día celebrado por los fumadores de marihuana”⁴²

En segundo lugar, calcularemos el valor teórico de la sociedad, que se obtiene dividiendo el patrimonio neto entre el número de acciones emitidas, que es de 5,60\$/acción.

Para el cálculo de este apartado, partiremos de los valores contenidos en las cuentas anuales del segundo cuatrimestre del 2018. Teniendo en cuenta que hay 171.580.000

⁴⁰ Traducción del Fundamento de Hecho 24 de la Demanda SEC v. Elon Musk. Pág. 7-8

⁴¹ El número 420 tiene gran importancia en la cultura de la marihuana y hace referencia al consumo de la misma a las 4 y 20h del día.

⁴² Traducción del artículo de MASSOUDI, Arash; WATERS, Richard; FONTANELLA-KHAN, James. <<Elon Musk declares a plan to take Tesla private>>. *Financial Times* [En línea]. <https://www.ft.com/content/73b700dc-9a2d-11e8-ab77-f854c65a4465> [Consulta: 25/10/2018]

acciones en circulación y el patrimonio neto es de 4.508.840.000\$. De forma que $4.508.840.000/171.580.000= 26,27\$/acción$.

Por último, calcularemos la cotización ponderada media del último semestre, que sería de 314,44\$/acción. El cálculo de este último método de valoración se explica en base a la siguiente tabla:

06-feb-2018	333,97		25-abr-2018	280,69
08-feb-2018	315,23		26-abr-2018	285,48
12-feb-2018	315,73		27-abr-2018	294,075
13-feb-2018	323,66		30-abr-2018	293,9
14-feb-2018	322,31		01-may-2018	299,92
15-feb-2018	334,065		02-may-2018	301,15
16-feb-2018	335,49		03-may-2018	284,45
20-feb-2018	334,77		04-may-2018	294,09
21-feb-2018	333,3		07-may-2018	302,77
22-feb-2018	346,17		09-may-2018	306,85
23-feb-2018	352,05		10-may-2018	305,02
27-feb-2018	350,99		11-may-2018	301,06
28-feb-2018	343,06		14-may-2018	291,97
02-mar-2018	335,12		15-may-2018	284,18
06-mar-2018	328,2		16-may-2018	286,48
07-mar-2018	332,3		17-may-2018	284,54
09-mar-2018	327,17		18-may-2018	276,82
12-mar-2018	345,51		21-may-2018	284,49
13-mar-2018	341,84		22-may-2018	275,01
15-mar-2018	325,6		23-may-2018	279,07
16-mar-2018	321,35		24-may-2018	277,85
19-mar-2018	313,56		25-may-2018	278,85
20-mar-2018	310,55		29-may-2018	283,76
21-mar-2018	316,53		30-may-2018	291,72
23-mar-2018	301,54		31-may-2018	284,73
26-mar-2018	304,18		01-jun-2018	291,82
27-mar-2018	279,18		04-jun-2018	296,74
28-mar-2018	257,78		05-jun-2018	291,13
29-mar-2018	266,13		06-jun-2018	319,5
02-abr-2018	252,48		07-jun-2018	316,09
03-abr-2018	267,53		08-jun-2018	317,66
04-abr-2018	286,94		11-jun-2018	332,1
05-abr-2018	305,72		12-jun-2018	342,77
06-abr-2018	299,3		13-jun-2018	344,78
09-abr-2018	289,66		14-jun-2018	357,72

Para el cálculo del precio equitativo, tendremos en cuenta el artículo 9 RD 1066/2007, que debe ser interpretado conforme al Derecho de la Unión Europea, más concretamente en base a la regulación de la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a ofertas públicas de adquisición, actualmente transpuesta dentro de la regulación española, y establece que el precio aplicable a ofertas públicas de adquisición no podrá ser inferior al *“más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta”*. Para simplificar los cálculos, supondremos que no tuvo lugar ninguno de los casos especiales regulados en el apartado segundo del mismo artículo, es decir, no hubo ningún instrumento financiero derivado, derechos de opción o una operación de canje.

**MODELO A8: MODELO DE DOCUMENTOS DE INFORMACIÓN
SOBRE ACCIONES O PARTICIPACIONES PROPIAS**

SOCIEDAD	NIF
EJERCICIO	
Espacio destinado para las firmas con identificación de los administradores, número de hojas, y fecha de comunicación.]	