



Universitat
de les Illes Balears

TREBALL DE FI DE GRAU

CAS ISOLUX: UNA ANÀLISI ECONÒMICA I JURÍDICA

Miquel Forteza Genestra

Doble grau de Dret i Administració d'Empreses

Facultat de Dret i Facultat d'Economia i Empresa

Any acadèmic 2021-22

CAS ISOLUX: UNA ANÀLISI ECONÒMICA I JURÍDICA

Miquel Forteza Genestra

Treball de Fi de Grau

Facultat de Dret i Facultat d'Economia i Empresa

Universitat de les Illes Balears

Any acadèmic 2021-22

Paraules clau del treball:

Isolux, estafa, estafa d'inversors, falsedat comptable, concurs de creditors, anàlisi financera.

Nom del tutor / la tutora del treball: Jaime Vicente Campaner Muñoz

Nom del tutor / la tutora (si escau): Antoni Vaello-Sebastià

Autoritz la Universitat a incloure aquest treball en el repositori institucional per consultar-lo en accés obert i difondre'l en línia, amb finalitats exclusivament acadèmiques i d'investigació

Autor/a		Tutor/a	
Sí	No	Sí	No
<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Resum

En el present treball es tracta el cas del grup d'empreses Isolux Corsán, un dels grups més grans d'Espanya del sector de l'enginyeria i la construcció, que l'any 2017 entrà en concurs de creditors. Partint de la querella presentada per alguns inversors de la companyia contra els seus administradors, es realitza una anàlisi econòmica de la situació del grup en els seus darrers anys, així com una explicació de les principals qüestions jurídiques que es plantejaren en el cas.

Índex

1. INTRODUCCIÓ	4
2. CRONOLOGIA DEL CAS	4
3. ANÀLISI DELS DELICTES IMPUTATS	5
3.1. Delictes de falsedat comptable i estafa d'inversors	5
a) Falsedat comptable	5
b) Estafa d'inversors	5
3.1.1. Ajustos comptables	6
3.1.2. Anàlisi dels principals indicadors econòmics i financers	7
i) Fons de maniobra, ràtios de liquiditat i anàlisi de pagaments a proveïdors	7
ii) Endeutament i estructura de capital	10
iii) Resultats	11
iv) Rating	12
v) Intent de sortida a borsa	13
3.1.3. Conclusió sobre els aspectes econòmics i comptables	13
3.2. Delicte d'estafa ordinària	14
3.3. Relació entre delictes	15
3.3.1. Compatibilitat entre estafa ordinària i estafa d'inversors	15
3.3.2. Compatibilitat entre estafa d'inversors i falsedat comptable	16
4. ANÀLISI DELS ASPECTES PROCESSALS DEL CAS	17
4.1. Falta d'aportació de proves i sobreseïment	17
4.2. Falta d'impugnació dels acords previs	19
4.3. Indeterminació del concret perjudici sofert	20
5. CONCLUSIÓ	20
6. REFERÈNCIES BIBLIOGRÀFIQUES	21
7. ANNEX I: LEGISLACIÓ EMPRADA	24
8. ANNEX II: JURISPRUDÈNCIA EMPRADA	25

1. INTRODUCCIÓ

Isolux Corsán era una de les principals empreses de construcció i enginyeria d'Espanya. Després d'anys travessant dificultats, el 2017 l'empresa va protagonitzar un dels concursos de creditors de major volum de la història del país. El juliol del 2019 alguns inversors que havien adquirit bons de la companyia (i perdut la seva inversió) es querellaren contra els antics administradors d'Isolux, assegurant que durant anys s'havien falsejat els comptes de l'empresa per tal de donar una imatge de bonança econòmica i captar inversors, fins que el desenllaç del cas el 2017 va posar fi al falsejament. La querella s'arxivà el novembre del 2020 sense haver-se practicat cap diligència d'investigació per part del jutjat d'instrucció.

L'objectiu d'aquest treball és discutir la resolució del cas des d'una perspectiva econòmica i jurídica (basada en el dret penal substantiu i processal), analitzant els arguments a favor i en contra de l'arxivament del cas, així com els comptes de l'empresa en els anys precedents a la seva fallida.

2. CRONOLOGIA DEL CAS

A efectes de claredat expositiva en els apartats següents, es presenten aquí els principals fets rellevants del cas:

- El març i el juny de 2014 l'empresa Isolux, a través de les seves filials, emet bons per un valor total de 850 milions d'euros.
- Entre el 2014 i el 2017 els querellants adquireixen part d'aquests bons i operen amb ells.
- Durant l'any 2016 l'empresa posa en marxa un acord de refinançament per tal de poder fer front al seu deute.
- El març del 2017 una de les institucions de crèdit (Banc Santander) part de l'operació de refinançament decideix no seguir participant-hi, fet que, juntament amb els problemes de liquiditat i deute que afronta la companyia, provoquen que el 31 de març de 2017 se sol·liciti el concurs.
- El juliol de 2017 la companyia sol·licita el concurs voluntari de creditors, donant lloc a la liquidació de l'empresa que conclou el març del 2020.
- El juliol de 2019 alguns inversors es querellen contra l'antiga administració de l'empresa, causa que és arxivada per l'òrgan instructor el novembre del 2020 (Interlocutòria Jutjat d'Instrucció 49 de Madrid 1666/2020, de 21 de novembre). Dit arxivament es confirma en apel·lació el febrer de 2021 (Interlocutòria AP de Madrid 883/2021, d'11 de febrer).

3. ANÀLISI DELS DELICTES IMPUTATS

Els querellants imputen tres delictes als administradors: falsedat comptable ([article 290 CP](#)), estafa d'inversors ([282 bis CP](#)) i estafa ([248 CP](#)).

3.1. Delictes de falsedat comptable i estafa d'inversors

a) Falsedat comptable

En primer lloc, el delicte de falsedat comptable implica el falsejament dels comptes de l'empresa d'una forma idònia per provocar un perjudici (en aquest cas, a tercers). Hi ha, per tant, dos requisits: falsejament dels comptes i idoneïtat del falsejament per causar un perjudici.

Amb aquest delicte els querellants pretenen que s'investigui als antics administradors per, presumptament, haver falsejat els comptes anuals i l'informe de gestió de l'empresa, amb l'objectiu de donar la imatge de que la companyia estava en una situació millor que aquella en la que es trobava realment. En aquest sentit, els querellants basen les seves sospites en indicis derivats de la comptabilitat i de l'evolució l'empresa en els anys 2013-2017. Així, plantegen que en el moment d'adquirir els bons la companyia semblava estar en una bona situació, imatge que va quedar desvirtuada en els anys següents, com evidenciarien els ajustos comptables que es practicaren i l'evolució del resultat de l'empresa. D'aquesta forma, argumenten que no haurien adquirit els bons si haguessin conegut la vertadera situació d'Isolux. Per tant, parteixen de dues idees:

- Els comptes reflectien que l'empresa es trobava en una bona situació en el moment d'emetre els bons, circumstància que es revelà com a falsa quan l'empresa tingué grans pèrdues (2016) i entrà en concurs de creditors (2017).
- Aquesta mala situació es va emmascarar a través dels comptes de l'empresa, fet que queda demostrat pels ajustos que es dugueren a terme entre els anys 2014 i 2016, que empitjoraren la imatge que la comptabilitat donava de l'empresa respecte dels anys anteriors.

b) Estafa d'inversors

En segon lloc, el delicte d'estafa d'inversors suposa el falsejament de la informació dels fullets d'emissió d'instruments financers que les empreses estan obligades a publicar, amb l'objectiu de captar inversors. També hi ha, per tant, dos requisits: falsejament de la informació dels fullets i objectiu de captar inversors.

Amb aquest delicte els querellants pretenen que s'investigui als antics administradors per, presumptament, haver falsejat els fullets d'emissió dels bons que varen adquirir. I els indicis en els que es basen són, en el fons, els mateixos que els emprats pel delicte de falsedat comptable:

- Els fullets d'emissió mostraven una empresa sanejada en el moment d'emetre els bons (2014), situació que es revelà com a falsa quan l'empresa tingué grans pèrdues (2016) i entrà en concurs de creditors (2017).
- Aquesta mala situació es va emmascarar a través de la comptabilitat, fet que queda demostrat en observar que durant els anys 2014-2016 es dugueren a terme

diversos ajustos que empitjoraren la imatge que la comptabilitat donava de l'empresa respecte dels anys anteriors.

Per tant, de l'anàlisi d'aquestes dues qüestions depèn que es pugui acceptar (indiciàriament) el falsejament dels comptes de l'empresa, necessari per apreciar l'existència dels dos delictes plantejats fins ara (sense perjudici d'altres consideracions de caràcter processal que es realitzaran més endavant). Per això, a continuació s'explicaran els ajustos comptables duts a terme per Isolux, realitzant tot seguit una anàlisi de la situació financera de l'empresa en el moment d'emissió dels bons i en els anys següents.

3.1.1. Ajustos comptables

Tot i que la querella repeteix insistentment que es practicaren ajustos comptables difícils de justificar, que evidenciaven que s'havien estat ocultant pèrdues durant anys, la realitat és que tots aquests ajustos estan degudament explicats a les memòries anuals dels diferents exercicis. Tots ells responen, bàsicament, a l'adaptació dels comptes a les noves normes comptables que s'anaven incorporant cada any, així com al reconeixement de deterioraments efectius que anava tenint l'empresa en els seus diferents segments d'activitat.

Tot i això, sí que crida l'atenció un d'aquests ajustos: el 2015, en publicar-se els comptes anuals de l'any 2014, s'incorporà l'efecte de la norma comptable NIIF 11. Això suposà que una part dels negocis d'Isolux passaren a considerar-se "negocis conjunts" (*joint venture*) i es deixà d'incorporar el seu actiu i passiu als comptes consolidats d'Isolux, de forma que als comptes de l'empresa passà a aparèixer únicament la participació d'Isolux en el resultat d'aquests negocis, però desapareixeren del seu balanç. Això suposà una reducció important de l'actiu i el passiu que afectà també als comptes anuals de 2013, que es reexpressaren d'acord amb aquesta norma a efectes de facilitar la comparabilitat (Figura 1¹).

	2013 original	Efecte reexpressió	2013 reexpressat	Variació
Actiu	8400 M	-3662 M	4738 M	-43,6%
Passiu	7845 M	-3530 M	4315 M	-45,0%
Resultat Net	5,9 M	-8,6 M	-2,7 M	-145,8%

Figura 1: Efecte de la reexpressió dels comptes d'Isolux de 2013

L'ajust i la reexpressió en sí mateixos són perfectament ajustats a dret (i, de fet, la irregularitat s'hagués produït si no s'haguessin realitzat). Ara bé, allò que sí que pot resultar més controvertit és que als fullets d'emissió dels bons apareguessin els comptes del 2013 sense cap reexpressió, i no s'informés de la importància que aquesta tindria. En aquest sentit, és cert que en el moment d'emissió dels bons la NIIF 11 encara no estava vigent: aquesta norma és d'aplicació als exercicis començats a partir de l'1 de gener de 2014, per tant el seu efecte queda adequadament recollit en els comptes d'aquest any, publicats el 2015, i no hi havia cap obligació de reexpressar els comptes del 2013 abans d'aquest moment. Aquest és l'argument emprat pel Ministeri Fiscal i l'AP per entendre que aquesta actuació estava lliure de qualsevol sospita de criminalitat.

¹ Totes les figures del present treball són d'elaboració pròpia, a partir dels comptes anuals dels anys 2011-2016 de les següents empreses: Isolux, Sacyr, Elecnor, Acciona i ACS.

Tot i així, s'ha de tenir en compte que en el moment d'emetre els bons l'empresa era perfectament conscient de quin seria l'impacte de la futura adaptació a la NIIF 11, ja que a la Nota 2.1 de la memòria de l'any 2013 (publicada abans de l'emissió dels bons) fa una primera previsió de quin serà l'efecte de la futura adaptació dels comptes a aquesta norma comptable. Aquest fet, que no va ser valorat pel Ministeri Fiscal ni per l'AP, podria deixar entreveure una certa voluntat d'ocultació dels comptes. Ara bé, el que també és cert és que, encara que el Ministeri Fiscal la passés per alt, difícilment es podria entendre que aquesta ocultació encaixa dins del delictes d'estafa d'inversors, que descriu la seva conducta típica com a "falsejar la informació econòmic-financera continguda en els fullets d'emissió". Així, un fulllet que conté els comptes anuals ajustats a la normativa comptable vigent en el moment de la seva publicació, i que a més va rebre el vistiplau de la CNMV, no sembla que pugui encaixar dins d'un "falsejament d'informació econòmic-financera", per molt que els administradors disposessin d'alguna informació que no es va reflectir degudament.

3.1.2. Anàlisi dels principals indicadors econòmics i financers

Una part clau del relat dels querellants és que la fallida de l'empresa contrasta amb la bona situació que presentava en els períodes anteriors, fet que suposadament evidencia que la comptabilitat va ser falsejada durant diversos anys. Aquesta visió estava confirmada per una prova pericial adjunta a la querella, la qual va ser durament criticada pel Ministeri Fiscal, per considerar que no analitzava correctament els comptes de l'empresa. Convé examinar les principals magnituds financeres de la companyia, per tal de poder esclarir si en realitat Isolux projectava aquesta falsa imatge de bonança o no. Per tal de tenir una visió global de l'evolució de la companyia, s'empren les dades des del 2011 fins al 2016.

A més, es planteja una anàlisi comparativa d'alguns d'aquests indicadors amb la mitjana de diverses empreses del sector (Sacyr, Elecnor, Acciona i ACS), per tal de poder determinar quina era la posició relativa d'Isolux en comparar-la amb els seus competidors. La comparativa es centrarà en els anys 2013-2015, per tant des de l'any anterior a l'emissió dels bons fins al següent. S'exclou l'any 2016 ja que, com es veurà, els nefasts resultats d'Isolux en aquest període dificulten la comparabilitat amb altres empreses.

i) Fons de maniobra, ràtios de liquiditat i anàlisi de pagaments a proveïdors

La causa principal de la sol·licitud de concurs de creditors va ser la falta de liquiditat de la companyia per poder fer front a les seves obligacions (en aquest sentit, aquest era el principal risc sobre el qual els auditors alertaven en els informes de 2015 i 2016). Tot i així, en analitzar els comptes de l'empresa, s'observa com aquest és un problema que arrossegava des de feia anys: des de 2011 fins a 2015 el fons de maniobra de l'empresa (actiu corrent menys passiu corrent) va ser negatiu (Figura 2). L'únic any en que aquest

indicador va tenir una millora substancial (tot i que va seguir essent negatiu) va ser el 2014, precisament per l'emissió de bons que va donar liquiditat a la companyia.

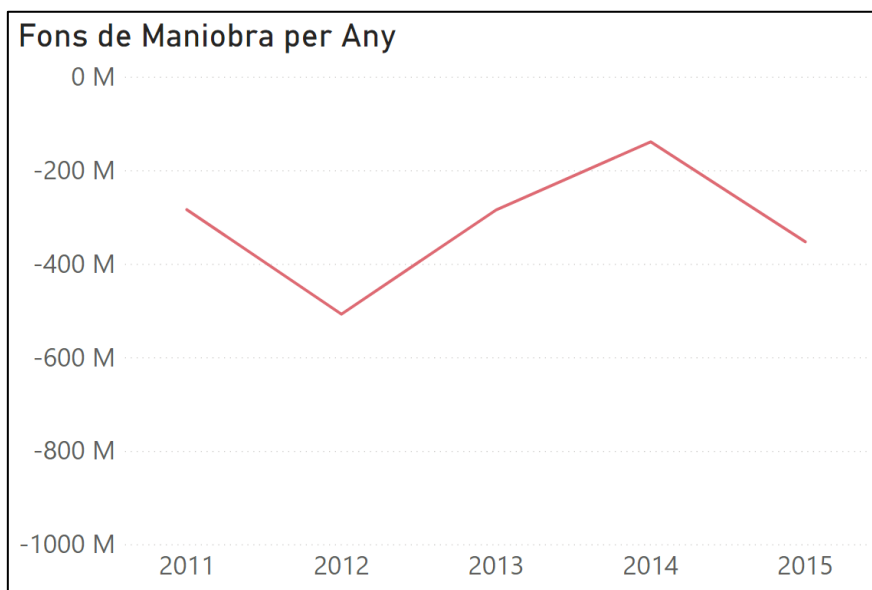


Figura 2: Fons de Maniobra d'Isolux 2011-2015

De la mateixa manera, l'anàlisi de les ràtios de liquiditat (Figures 3 i 4) dóna una idea de la magnitud d'aquest problema: la ràtio de liquiditat general (actiu corrent entre passiu corrent) i el test àcid (actiu corrent sense existències entre passiu corrent) són inferiors a u en tots els anys, de forma que en cap període l'empresa podia fer front als deutes a curt termini amb els actius a curt termini. A més, en analitzar la tresoreria immediata (actiu corrent sense existències ni clients, entre passiu corrent) s'observa que, en excloure els actius corresponents als clients, la situació és encara més dramàtica: a cap any l'indicador supera els 0,5 punts, de forma que en cap moment (ni abans ni després de l'emissió dels bons) l'empresa disposava ni tan sols de la meitat d'efectiu necessari per afrontar els seus deutes a curt termini.

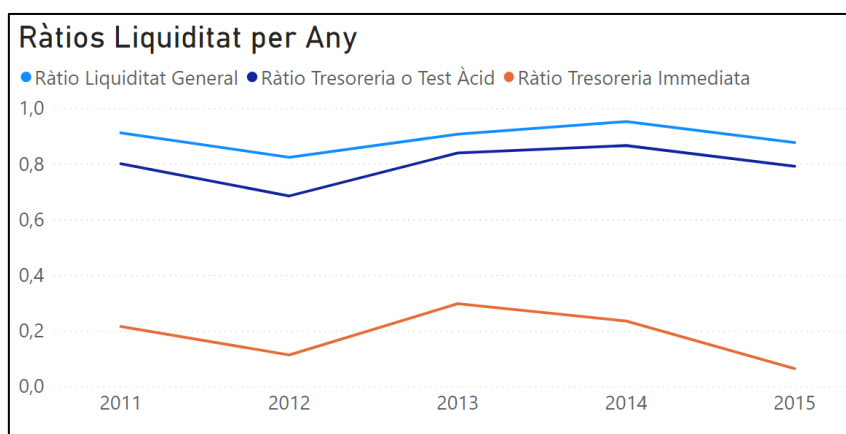


Figura 3: Ràtios de Liquiditat d'Isolux 2011-2016

Igualment, la comparativa amb la mitjana d'altres empreses del sector (Figura 4) també posa de relleu les deficiències d'Isolux en aquest àmbit. En relació a la ràtio de liquiditat general s'observa com en tots els anys la mitjana del sector se situa amb suficient marge per sobre de l'u, indicant per tant que els competidors d'Isolux es trobaven en general en una millor posició per fer front als deutes a curt termini. En analitzar la ràtio de tresoreria immediata es pot veure com el sector es troba per davall d'u, igual que Isolux, però mentre

que aquesta darrera no supera el 0,3 en cap any, el sector se situa amb facilitat per sobre del 0,5. Per tant, el sector també disposa, en general, de més efectiu (en termes relatius) per satisfer les despeses a curt termini.

Ràtio Liquiditat General		
Any	Isolux	Sector
2013	0,91	1,21
2014	0,95	1,33
2015	0,88	1,50
Ràtio Tresoreria Immediata		
Any	Isolux	Sector
2013	0,30	0,55
2014	0,23	0,60
2015	0,06	0,93

Figura 4: Ràtios de Liquiditat d'Isolux i del Sector 2013-2015

Igualment, la informació sobre els proveïdors (Figura 5) obtinguda de les memòries anuals de l'empresa ve a confirmar les dificultats que tenia per atendre les seves obligacions. En el període 2011-2014 el percentatge de pagaments a proveïdors que excedia del període màxim legal (60 dies) s'arribà a situar al voltant del 50% en els dos darrers anys². A partir de 2015 ja no es reporta aquesta dada, però en el seu lloc s'informa del període mitjà de pagament als proveïdors: 108 dies el 2015 i 213 dies el 2016, molt per damunt dels 60 dies previstos a la llei.

Proveïdors		
Any	Pagaments excedint el marge legal	Termini mitjà de pagament (dies)
2011	6,80 %	
2012	22,30 %	
2013	49,30 %	
2014	55,10 %	
2015		108
2016		213

Figura 5: Proveïdors d'Isolux 2011-2016

Per tant, en vista de les dades exposades es pot concloure que, encara que els problemes de liquiditat d'Isolux es feren especialment evidents a partir del 2015, la solvència a curt termini era un problema que s'arrossegava des de feia anys, i els comptes de l'empresa així ho reflectien.

² El 2011 i 2012 aquest percentatge era inferior, però s'ha de tenir en compte que durant aquests anys el període legal màxim de pagament era de 120 (2011) i 90 (2012) dies pels contractes d'obra, i de 85 (2011) i 75 (2012) dies per altres operacions comercials (Disposició transitòria segona i tercera de la [Llei 15/2010, de 5 de juliol](#)). Per tant, el termini màxim legal era substancialment superior als 60 dies aplicables a tots els contractes a partir de 2013 (article 1 i Disposicions transitòries segona i tercera de la Llei mencionada).

ii) Endeutament i estructura de capital

Isolux té una estructura de capital basada en el deute. Així, a les memòries de tots els anys s'informa d'aquest risc i s'explica que s'intenta mantenir controlat, matisant que l'estructura de capital de l'empresa està en línia amb la de la resta del sector, molt dependent del deute. Tot i així, no es pot obviar la importància d'aquest indicador: en tots els anys el deute representa al voltant del 90% de l'estructura de capital de l'empresa. En aquest sentit, és un risc que existia tant abans com després de l'emissió de bons. A l'any anterior a dita emissió el deute representava el 91,07% del passiu total, mentre que a l'any posterior era el 97,44% (Figura 6).

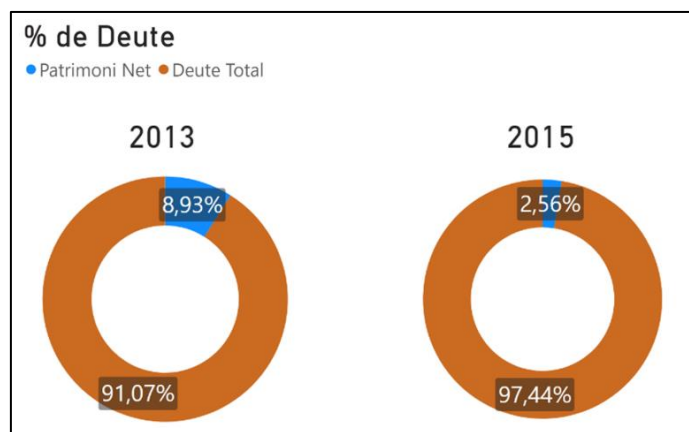


Figura 6: % de Deute d'Isolux 2013-2015

Per altra banda, com ja s'ha indicat, a les memòries anuals d'Isolux s'explica que s'intenta mantenir l'endeutament en la línia de la resta d'empreses del sector. Ara bé, en fer la comparació amb la mitjana de les quatre empreses competidores (Sacyr, Acciona, Elecnor i ACS) s'observa que, tot i que es tracta d'un sector fortament endeutat, Isolux depèn especialment del deute, quedant-se més a prop del 0,90-0,95 d'endeutament que del 0,8 que presenten les altres empreses (Figura 7).

Endeutament		
Any	Isolux	Sector
2013	0,91	0,85
2014	0,93	0,83
2015	0,97	0,72

Figura 7: Endeutament d'Isolux 2013-2015

La conclusió, per tant, és que el nivell d'endeutament d'Isolux suposa un risc per l'empresa. Ara bé, és un risc que, una vegada més, ja estava present abans de l'emissió dels bons.

iii) Resultats

En general, Isolux no va obtenir bons resultats en el període 2011-2015 (el resultat de 2016 es comentarà més endavant). En aquest sentit, el pitjor any d'entre els esmentats va ser el 2012 (pèrdues de 102 milions), anterior a l'any de l'emissió de bons (Figura 8). Resulta difícil, per tant, considerar que l'empresa es trobava en una bona situació pel que fa a resultats abans de l'emissió: els beneficis obtinguts (els anys que n'hi va haver) no arribaven als 10 milions, i les pèrdues en alguns exercicis havien estat considerables.

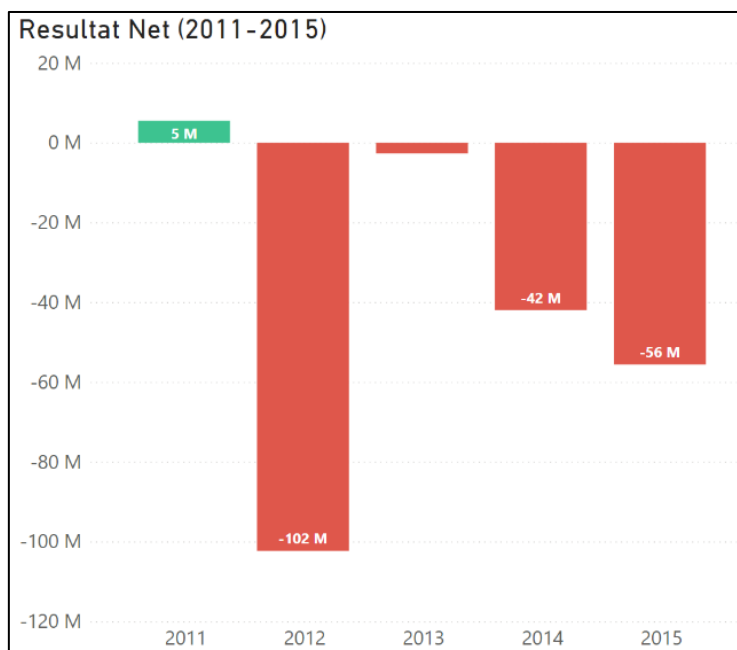


Figura 8: Resultat Net d'Isolux 2011-2015

Igualment, en analitzar la relació entre resultats i patrimoni net (ROE) s'arriba a una conclusió similar: ni abans ni després de l'emissió de bons l'empresa no va aconseguir tenir un rendibilitat alta, i de fet aquesta generalment era negativa (Figura 9). Ara bé, és cert que en comparar aquest indicador amb la mitjana del mercat s'evidencia que és un sector amb pèrdues notables, que comença a remuntar a partir del 2014 (s'ha de tenir en compte que es tracta del sector de la construcció i de l'enginyeria, i que els anys analitzats són els posteriors a la crisi del 2008). L'anàlisi del ROA du a conclusions similars.

ROE		
Any	Isolux	Sector
2011	0,61 %	-4,71 %
2012	-19,89 %	-21,97 %
2013	-0,64 %	-18,93 %
2014	-11,51 %	9,10 %
2015	-46,64 %	14,57 %

ROA		
Any	Isolux	Sector
2013	-0,06 %	-3,07 %
2014	-0,85 %	1,50 %
2015	-1,09 %	3,17 %

Figura 9: ROA i ROE d'Isolux i del Sector 2013-2015

Per altra banda, resulta rellevant analitzar quina és la composició del resultat. Com s'observa a la Figura 10, tot i que cada any l'empresa generava un resultat abans d'interessos i impostos (BAII) positiu, el resultat total era negatiu, ja que aquest BAII no era suficient per cobrir la despesa per interessos. Així es reflecteix a la ràtio de cobertura d'interessos (BAII/Cost interessos): en cap any el BAII de l'empresa no és suficient per poder fer front a aquesta despesa.

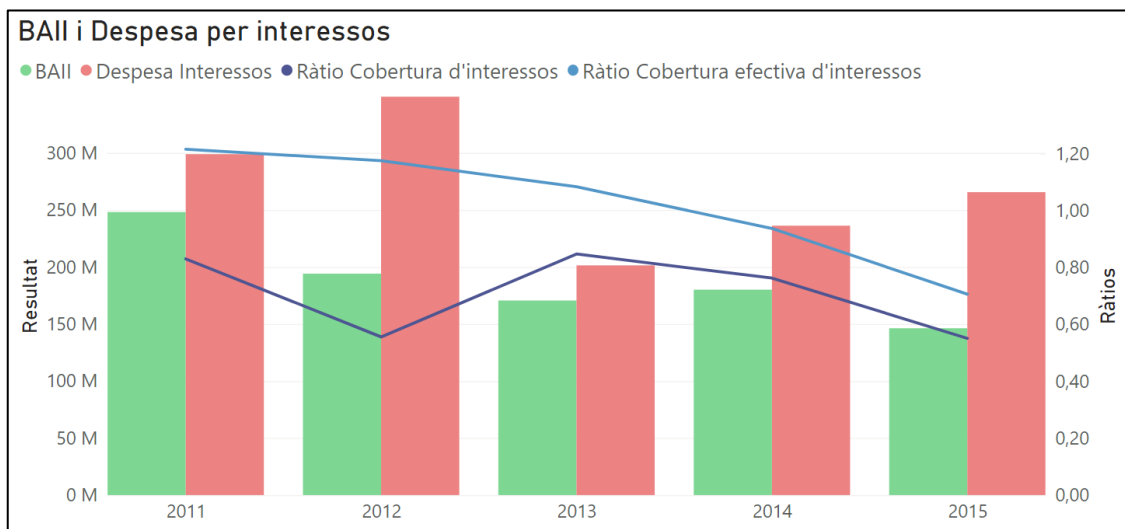


Figura 10: BAII, Despesa per interessos i Cobertura d'interessos d'Isolux 2011-2015

Tot i això, si s'ajusta dita ràtio tenint en compte que la despesa per amortització no suposa una sortida real d'efectiu de l'empresa (ràtio de cobertura efectiva d'interessos) llavors s'observa que en els primers anys Isolux sí que era capaç de generar ingressos suficients per fer front al cost financer, en contrast amb el que succeeix el 2014 i 2015. Ara bé, en comparar aquest indicador amb la mitjana de les companyies competidores s'observa que, en els anys en els que el sector comença a remuntar (a partir de 2014), el marge que tenen per fer front a la despesa per interessos és molt superior al d'Isolux (Figura 11) .

Cobertura efectiva d'interessos		
Any	Isolux	Sector
2013	1,08	1,11
2014	0,94	2,16
2015	0,71	2,17

Figura 11: Cobertura efectiva d'interessos d'Isolux 2013-2015

Per tant, pel que fa als resultats, Isolux presenta pèrdues notables, tant abans com després de l'emissió de bons, en línia amb la situació que estaven travessant durant els darrers anys les empreses del sector. Ara bé, que les altres empreses del mercat també tinguessin mals resultats no lleva el fet que aquesta circumstància suposava un factor de risc per Isolux, especialment tenint en compte que la seva capacitat per fer front als interessos era més reduïda que la dels seus competidors.

iv) Rating

A part dels indicadors quantitius, resulta també rellevant analitzar quin era el *rating* de l'empresa i dels bons en el moment de la seva emissió (2014) i durant els anys posteriors.

Així, destaca que l'agència de qualificació Standard & Poor's atorgà als bons, en el moment de l'emissió, una qualificació de B, la qual els col·locava dins de la categoria de "bonos basura" (altres agències, com ara Fitch, els hi atorgaren també una qualificació que els col·locava dins d'aquesta categoria). El que això implica és que es tractava de bons arriscats (dins del "grau especulatiu", d'acord amb la terminologia de S&P), que podien complir en aquell moment amb les seves obligacions financeres, però que eren molt vulnerables als canvis a l'economia en general i a l'empresa en particular. Per tant, això no fa més que reforçar la idea de que els querellants, com a inversors professionals (que, per tant, coneixien les implicacions d'aquesta qualificació creditícia), eren conscients de que estaven realitzant una inversió arriscada en una empresa que es trobava en una situació delicada.

A més, durant els anys següents (2014-2016) la qualificació va anar baixant encara més (fins que l'empresa entrà en concurs), a causa de la falta de liquiditat i de l'endeutament de la companyia, fet que contrasta també amb la idea plantejada pels querellants de que l'empresa semblava anar bé fins que de sobte afloraren els resultats negatius.

v) Intent de sortida a borsa

Tot i que no s'analitzarà en profunditat l'intent de sortida a borsa d'Isolux (ja que no està directament relacionat amb la seva fallida anys després ni amb els aspectes que es tracten en aquest treball), sí que és necessari mencionar-lo per la seva rellevància com a indicador econòmic. Així, el gener de 2015 (mesos després de l'emissió dels bons) la companyia decidí aturar per tercera vegada el seu procés de sortida a borsa, previst pel mes de febrer, ja que no va aconseguir despertar la confiança suficient en els inversors pels dubtes que despertava la seva solvència. Per tant, es tracta d'un indici més que evidencia que ja des del moment de l'emissió del deute l'empresa no es trobava en una bona situació financera.

3.1.3. Conclusió sobre els aspectes econòmics i comptables

Una vegada analitzats els aspectes comptables i econòmics del cas, la conclusió necessàriament és la mateixa que aquella a la que varen arribar l'administració concursal i el Ministeri Fiscal (Interlocutòria AP de Madrid 883/2021, d'11 de febrer): les causes de la fallida d'Isolux estan relacionades principalment amb el seu elevat endeutament i amb la impossibilitat de fer front a les seves obligacions. I tot i que el resultat del 2016 va ser extraordinàriament negatiu (pèrdues de -1365 milions, molt per davall dels -55 de l'any anterior) és molt difícil acceptar, com proposaven els querellants, que aquest resultat va arribar per sorpresa i que contrastava amb la bona marxa de l'empresa els anys anteriors, durant els quals es va amagar la situació real. En canvi, tot i la menció feta a l'ajust comptable de 2014, s'ha d'acceptar que la comptabilitat de l'empresa durant els anys anteriors a la seva fallida reflectia una companyia que no es trobava en una situació especialment bona. Per tant, el resultat del 2016 és conseqüència de la difícil situació que l'empresa arrossegava des de feia anys que va provocar que, quan la companyia s'enfrontà amb una important disminució de la facturació del seu segment de negoci principal³, no pogués fer front als seus deutes.

³ A l'informe de gestió del 2016 s'explica que el gran descens en el resultat d'aquest any ve motivat per la reducció de l'activitat en el principal sector de negoci de l'empresa, EPC (*Engineering, Procurement and Construction*), que està causada per la situació macro econòmica del moment a Brasil. Així, es passà d'una xifra de negoci de 2161 milions (2015) a 706 milions (2016) (disminució del 67,3 %).

Així doncs, els fets que els querellants plantegen com a indicis de la comissió dels delictes d'estafa d'inversors i de falsedat comptable difícilment es poden considerar ajustats a la realitat.

3.2. Delicte d'estafa ordinària

Conjuntament amb el delicte d'estafa d'inversors i falsedat comptable, els querellants plantegen un delicte d'estafa ordinària basant-se en que varen ser enganyats per adherir-se a l'acord de refinançament de 2016, el qual suposà el canvi dels seus bons de deute sènior (amb prioritat de cobrament) per un deute de difícil cobrament que va acabar provocant que perdessin tota la seva inversió.

Resulta difícil considerar que aquest delicte pugui encaixar en els fets plantejats. El delicte d'estafa es basa en l'existència d'un engany (previ, causant i bastant) per part de l'autor, que dona lloc a un error en una persona. I aquest error, a la vegada, ha de provocar un acte de disposició que suposi un perjudici (STS 749/2017, de 21 de novembre). I aquests requisits no es donen en el cas present per diverses raons:

- No és fàcil acceptar que l'engany en si mateix existís. Els querellants defensen que l'engany es desprèn dels comptes que informaven sobre la situació de l'empresa però, com ja s'ha explicat, els estats financers d'Isolux no presentaven una companyia en un estat de bona marxa financera que va entrar en concurs sobtadament, com plantegen els querellants. Al contrari, reflectien una companyia que es trobava en una situació delicada, i més tenint en compte que l'acord de refinançament es va adoptar l'any 2016, quan l'empresa ja feia anys que arrossegava pèrdues i el seu *rating* havia estat revisat a la baixa diverses vegades per les agències de qualificació.
- Suposant que existís l'engany, aquest ha de ser bastant, en el sentit de ser suficient com per causar l'error en la persona enganyada. Fins i tot assumint que l'empresa hagués maquillat d'alguna manera els seus comptes, els estats financers que va presentar posaven de manifest una situació suficientment complicada com per a que els querellants, com a inversors professionals, fossin conscients de la mala situació que estava travessant l'empresa.
- L'engany, suposant que hagués existit, també ha de ser el causant de l'error que dona lloc a l'acte de disposició patrimonial (en aquest cas, l'acte en qüestió és l'acceptació de l'acord que suposa un canvi en el tipus de deute que ostentaven). Això implicaria que la raó per la qual els querellants acceptaren l'acord de refinançament és que havien estat enganyats pensant que l'empresa estava en una situació millor, i que si haguessin conegut la realitat de l'empresa no haguessin acceptat l'acord. Però aquesta idea sembla mancar de sentit: si l'empresa hagués estat en una situació més desfavorable, amb més raó encara haurien acceptat els querellants l'acord de refinançament, que va ser l'instrument que va donar liquiditat suficient a l'empresa per aguantar un any més abans d'entrar en concurs de creditors.
- I l'acte de disposició ha de ser, a la vegada, la causa del perjudici sofert. És a dir, que l'acceptació per part dels querellants de l'acord que suposava un canvi en el

tipus de deute que ostentaven ha de ser la causa d'haver perdut la seva inversió. La realitat és que aquest nexa de causalitat tampoc no es compliria, bàsicament, per dues raons. Per una banda, l'acord també tenia efectes sobre els inversors dissidents, per la qual cosa s'hagués produït igualment el canvi en el tipus de deute que ostentaven encara que no hi haguessin votat a favor. I, per altra banda, només es varen obtenir 14 milions en el procés de liquidació d'Isolux (que va rebre el vistiplau de l'administrador concursal, que a més valorà que no es tractava d'un concurs culpable), de forma que, a falta de dades concretes sobre el repartiment d'aquesta quantitat, no sembla probable que els querellants haguessin recuperat la seva inversió ni tan sols en el cas de que haguessin mantingut el seu deute sènior amb prioritat de cobrament.

- I a tot això s'ha d'afegir una altra qüestió clau: tot i que a la querella es menciona en diverses ocasions que els querellants varen perdre la seva inversió, no es quantifica en cap moment de forma clara i explícita el concret perjudici econòmic que varen sofrir (l'existència del qual, com acabam de veure, és requisit necessari per apreciar el delictes d'estafa).

En qualsevol cas, el plantejament d'un delictes d'estafa del [248 CP](#) comès pels querellats tal vegada hauria tingut més sentit si s'hagués basat en els mateixos fets que l'estafa d'inversors: adquisició del deute a causa d'un engany derivat del falsejament de comptes. Així es podria plantejar un engany (comptes falsos) que donaria lloc a un error (percepció errònia de la situació de l'empresa) que provocaria un acte de disposició (adquisició del deute) que acabaria donant lloc a un perjudici econòmic (pèrdua de la inversió). Com ja s'ha vist en els delictes anteriors, seria difícil justificar que existís un engany derivat de la comptabilitat, però si s'hagués plantejat d'aquesta forma al menys s'hauria articulat un esquema de fets coherent amb la resta de la querella, i que podria encaixar dins el delictes d'estafa de forma menys forçada que basant-ho en l'acceptació de l'acord de refinançament.

3.3. Relació entre delictes

3.3.1. Compatibilitat entre estafa ordinària i estafa d'inversors

Ja que a la querella es plantegen els delictes d'estafa d'inversors ([article 282 bis CP](#)) i estafa ([article 248 CP](#)), resulta d'interès analitzar si es podrien donar aquestes dues figures delictives a la vegada (concur de delictes) o si això suposaria una vulneració del principi *non bis in ídem* a resoldre per via del concurs de lleis. Donat que el cas va ser arxivat, els tribunals no varen tenir oportunitat de pronunciar-se sobre el fons d'aquesta qüestió, motiu pel qual s'examina ara quina hagués estat la solució si haguessin resultat provats aquests dos delictes.

La qüestió fonamental és determinar quin és el bé jurídic que es protegeix amb cada delictes, per esbrinar si existeix una identitat entre els dos o si, en canvi, salvaguarden interessos diferents. Així, per una banda, a l'estafa de [l'article 248 CP](#) el que es protegeix és el patrimoni (STSJ d'Aragó 3/2016, de 27 d'abril). Per altra banda, a l'estafa d'inversors el bé jurídic protegit són els interessos econòmics dels hipotètics inversors, ja que es vetlla per la veracitat de la informació financera de la societat que pretén captar finançament (Interlocutòria AN (Secció 3a) 147/2015, de 28 d'abril). D'això es deriva

que aquest darrer delictes, tot i que dugui el nom “estafa”, tingui una configuració diferent al delictes d’estafa ordinària previst al [248 CP](#): es configura com un delictes de perill que no necessita que concorri ànim de lucre (sinó voluntat de captar finançament) ni que s’arribi a causar un perjudici econòmic concret, a diferència del que succeeix a l’estafa ordinària.

Ara bé, s’ha de tenir en compte que la problemàtica relativa a la relació entre l’estafa ordinària i l’estafa d’inversors només es podrà donar en els casos en els que el perjudici s’hagi produït efectivament (perquè en cas contrari no hi haurà estafa). I això implica que el que s’ha de resoldre és la relació entre l’estafa i el tipus d’estafa d’inversors agreujat per haver-se produït el perjudici.

Donat el poc temps de vida de [l’article 282 bis CP](#) (introduït mitjançant la Llei Orgànica 5/2010, de 22 de juny) no existeix jurisprudència consolidada sobre la relació entre aquests delictes en casos com el que aquí es tracta, si bé en algunes ocasions (Interlocutòria JCI, de 5 de febrer de 2018) la jurisprudència ha plantejat un hipotètic concurs de delictes d’aquestes figures delictives sempre que existeixi alguna circumstància relacionada amb un inversor concret que impliqui que se li ha causat un especial desvalor. En altres casos (STS 688/2019, de 4 de març), els tribunals han deixat caure la possible existència d’un concurs medial entre aquests delictes.

Per la seva part, alguns autors (Muñoz Conde, 2019) han plantejat el concurs dels dos tipus delictius (estafa ordinària i estafa d’inversors agreujada), de forma que en aquest cas es penaria l’estafa ordinària i també l’estafa d’inversors agreujada per mor de l’efectiva producció del perjudici. Tot i així, l’opció (defensada també per alguns autors (Puente Aba, 2012)) que sembla donar una millor resposta a aquest problema consisteix en que en els casos en els que s’hagi produït el perjudici econòmic s’apliqui l’estafa ordinària en concurs de delictes amb el tipus bàsic de l’estafa d’inversors. Aquesta solució és més respectuosa amb el principi de *non bis in idem*, ja que també recull el diferent desvalor que impliquen l’estafa ordinària i la d’inversors (perjudici pel patrimoni i perjudici pels interessos dels eventuais inversors, respectivament), però a diferència de l’altra opció plantejada no agreuja l’estafa d’inversors per mor del perjudici causat, desvalor que ja recull l’estafa ordinària.

3.3.2. Compatibilitat entre estafa d’inversors i falsedat comptable

S’ha de plantejar també quina és la relació entre aquests dos delictes. La necessitat d’analitzar aquesta problemàtica ve donada per la similitud d’ambdós tipus delictius: l’estafa d’inversors suposa falsejar els fullets d’emissió per captar inversors, mentre que la falsedat comptable suposa falsejar els comptes anuals de forma idònia per causar un perjudici. Per tant, és fàcil imaginar un cas en el que s’han falsejat els comptes anuals d’una empresa, i aquests han estat inclosos en els fullets d’emissió, fet que determinaria l’existència d’un delictes d’estafa d’inversors però també de falsedat comptable (sempre que el falsejament fos idoni per causar un perjudici: en cas contrari només es podria apreciar l’existència de l’estafa d’inversors). Aquest és, de fet, el problema que s’hagués plantejat en el cas objecte d’aquest treball si no s’hagués arxivat, motiu pel qual es procedeix a discutir quina hauria estat la solució si ambdós delictes s’haguessin declarat provats, igual que s’ha fet a l’apartat anterior.

En aquestes situacions, la jurisprudència (STS 369/2019, de 22 de juliol) considera que, en ser el bé jurídic protegit per ambdós delictes el mateix (transparència dels mercats i veracitat de la informació sobre les societats), s'ha de tractar el conflicte com un concurs de lleis a resoldre segons els criteris de [l'article 8 CP](#). Tot i això, no matisa la jurisprudència si s'ha de resoldre pel principi d'especialitat o d'alternativitat, ja que en els dos casos la conclusió és la mateixa (aplicació de l'estafa d'inversors). En qualsevol cas, com deixa caure la pròpia jurisprudència, sembla més adient entendre que es tracta d'un cas d'alternativitat: no hi pot haver especialitat ja que, encara que la falsedat comptable engloba el falsejament de comptes sense necessitat de que hagin estat inclosos en un fulllet, exigeix un element extra que l'estafa d'inversors no necessita: la idoneïtat del falsejament per causar un perjudici. Per tant, hi podria haver casos en els que s'apreciés l'estafa d'inversors però no la falsedat comptable, per la qual cosa no es pot entendre que l'estafa d'inversors sigui especial respecte de la falsedat comptable.

S'ha de tenir en compte que, com és lògic, sí que podrien coexistir els dos delictes si responguessin a fets diferents: no hi hauria concurs de lleis si l'estafa d'inversors respongués al falsejament dels comptes d'un any concret que s'inclogueren en el fulllet d'emissió, mentre que la falsedat comptable es basés en el falsejament de comptes d'altres anys no inclosos en el fulllet d'emissió.

4. ANÀLISI DELS ASPECTES PROCESSALS DEL CAS

En el cas d'Isolux tenen gran importància les qüestions processals. En aquest sentit, el sobreseïment del cas mitjançant la Interlocutòria 833/2021 de l'AP de Madrid s'explica en part per les mancances de la querella i no només per temes de dret substantiu sobre el fons de la qüestió. A més, té interès en si mateixa la manera en la qual es va arxivar el cas: en un primer moment el Jutjat d'Instrucció 49 de Madrid va admetre a tràmit la querella, però després de rebre els escrits de la defensa i del Ministeri Fiscal decidí decretar el sobreseïment provisional del cas sense haver practicat cap diligència d'investigació, decisió que va ser confirmada per l'AP.

A continuació es procedeix a fer una anàlisi de les principals qüestions que suscita la querella relacionades amb el dret processal i que varen motivar la decisió de l'AP d'acceptar el sobreseïment del cas. A més, s'analitza la procedència de la decisió de dictar dit sobreseïment en el moment processal en el que es realitzà.

4.1. Falta d'aportació de proves i sobreseïment

La qüestió de més importància des del punt de vista processal és la relacionada amb la insuficiència dels indicis presentats pels querellants. Aquest, precisament, és el principal argument emprat per l'AP per acceptar el sobreseïment del cas: els querellants construeixen un relat a partir de la interpretació dels comptes de l'empresa i de la imatge que, segons ells, donaven, partint únicament d'indicis i interpretacions però sense aportar proves suficients que avalin aquesta visió. Aquest argument, pel que fa al fons, coincideix amb allò explicat ja en aquest treball: el relat construït pels querellants difícilment es correspon amb la realitat.

Ara bé, el *quid* de la qüestió des del punt de vista processal no recau tant en si el fons del relat era cert o no, sinó en si el moment adequat per fer aquesta valoració sobre les pretensions dels querellants era després d'haver admès a tràmit la querella i haver rebut els escrits dels querellats i del Ministeri Fiscal demanant l'arxivament, sense practicar cap diligència d'investigació.

Els articles [312](#) i [313](#) de la LECrim preveuen l'examen inicial de la querella, després del qual, si aquesta s'admet, es practicaran les diligències corresponents. Així, en aquest examen inicial no s'admetran les querelles que recullin fets que no siguin constitutius de delictes. Tot i això, el TS (a la seva Interlocutòria 3879/2021, de 23 de març) ha interpretat aquests preceptes, entenent que tampoc no s'admetran a tràmit les querelles en les que no s'ofereixi cap indicatiu o prova dels fets narrats, de forma que els querellants simplement afirmen la seva existència. Aquesta darrera consideració del TS hauria permès justificar l'actuació en el cas Isolux si el que s'hagués produït hagués estat una falta d'admissió a tràmit de la querella. Ara bé, el que es produïu és un arxivament després de l'admissió a tràmit i sense haver practicat cap diligència d'investigació (recordem que [l'art 312 LECrim](#) estableix que, després d'admetre a tràmit la querella, es practicaran les diligències corresponents, sense deixar cap marge per un possible arxivament entre aquests dos moments). Per tant, el que planteja l'AP de Madrid és una analogia entre, per una banda, la interpretació donada pel TS a la inadmissió a tràmit fundada en la inexistència d'indicis delictius i, per altra banda, el sobreseïment anterior a la pràctica de diligències d'investigació fundat en l'existència d'una circumstància que fa que el tribunal no apreciï indicis delictius (allà on sí que n'apreciava en el moment d'admissió de la querella). En aquest cas, la circumstància que motiva el canvi d'opinió són els escrits del Ministeri Fiscal i de la defensa desmuntant els arguments dels querellants.

Aquesta interpretació de l'AP implica el problema ja esmentat: una vegada admesa a tràmit la querella, [l'article 312 LECrim](#) no sembla deixar cap marge per un possible arxivament sense haver practicat cap diligència d'investigació. Ara bé, com explica la pròpia AP, existeixen també arguments a favor de la seva interpretació.

Així, en primer lloc, sembla il·lògic acceptar que l'òrgan d'instrucció pugui no admetre la querella si té el convenciment de que no existeixen indicis racionals de criminalitat, però si aquest convenciment sorgeix una vegada que la querella ja s'ha admès a tràmit estigui obligat a practicar diligències d'investigació. Això, de fet, suposaria forçar l'existència d'una investigació prospectiva (STS 72/2021, de 28 de gener), prohibida en el nostre ordenament (per totes, STS 521/2015, de 13 d'octubre), en la que l'òrgan d'instrucció tindria la certesa de que no existeixen indicis de criminalitat, però es veuria compel·lit a dur a terme la investigació, anant "a la caça" d'algun delictes sense basar-se en cap indicatiu que acrediti la seva possible existència.

En segon lloc, hi ha casos en els que una vegada dutes a termes les diligències d'investigació l'òrgan d'instrucció decideix dictar el sobreseïment del cas, en determinar que no existeixen indicis de criminalitat. Allò rellevant en el sobreseïment, per tant, és la formació per part de l'òrgan instructor de l'opinió relativa a la inexistència del delictes. Per tant, sembla lògic entendre que una vegada formada aquesta opinió l'òrgan instructor pugui dictar el sobreseïment del cas, fins i tot encara que això succeeixi abans d'haver

practicat les diligències d'investigació (de fet, com ja s'ha plantejat, no arxivar el cas en aquest moment suposaria dur a terme una investigació prospectiva).

Finalment, aquest argument de l'AP queda reforçat per la previsió de [l'article 779.1 1r LECrim](#), que, dins del procediment abreviat, permet dictar el sobreseïment de la causa abans d'arribar a la fase intermèdia del procés, si en haver-se practicat les diligències pertinents el delictes no ha quedat suficientment acreditat o si els fets no constitueixen una infracció penal.

Per tant, tot i que la [LECrIm](#) no ho prevegi expressament, l'actuació de l'òrgan instructor sembla ajustada a dret, ja que si hagués actuat d'una altra manera s'hauria dut a terme una investigació contrària a l'esperit de la pròpia llei en allò relatiu a les limitacions i la proporcionalitat de les investigacions.

4.2. Falta d'impugnació dels acords previs

Tot i que no constitueix un defecte processal per si mateixa, és necessari comentar que la presentació de la querella suposa una important falta de coherència dels querellants amb els seus propis actes.

Com bé assenyala l'AP a la interlocutòria del cas (Interlocutòria AP de Madrid 883/2021, d'11 de febrer), els querellants s'adheriren a l'acord de refinançament de 2016 i participaren activament en el concurs de creditors una vegada iniciat. I durant aquest temps (2016-2019) no mostraren la seva disconformitat ni impugnaren de cap forma els acords adoptats a les Juntes, fins que no es decidiren, el 2019, a interposar la querella.

Tot i això s'ha de reconèixer que els querellants plantegen que la raó per la qual varen acceptar l'acord de refinançament és que varen ser víctimes d'una estafa del [248 CP](#), de forma que és cert, en aquest sentit, que no hi hauria contradicció entre els seus actes. Ara bé, s'ha de tenir en compte, com ja s'ha explicat, que molt difícilment es podia entendre que hi havia un estafa en aquests fets (apartat 3.2). I per això resulta fàcil pensar que els querellants varen plantejar que havien acceptat l'acord víctimes d'una estafa, encara que aquesta fos difícil de justificar, precisament per no fer evident a través de les seves contradiccions que en realitat mai no havien pensat que la companyia falsegés els comptes.

Per altra banda, la participació activa en el concurs, acompanyada de la falta d'impugnació dels acords relatius al mateix, sí que demostra una contradicció total entre les actuacions reals dels querellants i el relat que construeixen a la querella. Així, com s'ha detallat en altres apartats, els querellants en el seu escrit consideren que la fallida de l'empresa i la declaració de concurs és el fet que evidencia clarament que l'empresa va estar falsejant els comptes durant anys per donar una imatge de bonança econòmica que es va demostrar que era falsa. Però una vegada declarat el concurs, els querellants, en lloc de posar de manifest que aquesta circumstància era indiciària de conductes delictives (com sostenien a la querella), simplement seguiren participant en els acords i les Juntes, i no va ser fins anys després que decidiren interposar la querella, quan ja s'havia fet evident que difícilment recuperarien la inversió.

Aquestes contradiccions, si bé lògicament no suposen una actuació il·lícita en si mateixes, sí que tenen una importància cabdal, ja que és de suposar que una vegada posades de

manifest per la defensa i pel Ministeri Fiscal contribuïren a formar l'opinió de l'òrgan d'instrucció sobre el cas, que com ja s'ha vist determinà que es decretés el sobreseïment provisional.

4.3. Indeterminació del concret perjudici sofert

Finalment, dins del bloc de qüestions processals resulta d'especial interès comentar la qüestió relativa a la falta de determinació del concret perjudici sofert pels querellants. En aquest sentit, encara que no sigui una qüestió decisiva en la resolució del cas, crida l'atenció el tractament que rep per part dels querellants i del Ministeri Fiscal.

Així, per una banda, el Ministeri Fiscal i l'AP recalquen que a la querella falta la determinació del concret perjudici econòmic sofert pels querellants. I tot i que això és cert, s'ha de donar la raó als querellants en un punt: el Ministeri Fiscal sembla obviar que dels tres delictes imputats a la querella, dos (estafa d'inversors i falsedat comptable) existeixen com a tipus bàsic sense necessitat de que s'hagi causat cap perjudici efectiu (al marge de que si s'haguessin determinat concretament les pèrdues sofertes s'hauria donat més coherència a la querella en conjunt i al relat en ella descrit). Per tant, per aquests dos delictes, manca d'importància la falta de determinació del perjudici al·legada pel Ministeri Fiscal.

Per altra banda, com s'ha mencionat en explicar l'estafa ordinària (apartat 3.2), sí que s'ha d'acceptar l'argument del Ministeri Fiscal en allò referit a aquest delicte: no es pot admetre que hi ha hagut estafa si no s'acredita que ha existit un perjudici.

5. CONCLUSIÓ

Una vegada explicats els principals aspectes econòmics i jurídics del cas Isolux, es posa de manifest que la querella interposada contra els administradors mancava de fonaments que permetessin que tingués èxit.

Així, les pretensions dels querellants relatives als delictes d'estafa d'inversors, falsedat comptable i estafa ordinària queden desvirtuades en analitzar els comptes d'Isolux. En aquest sentit, tot i que la falta d'inclusió als fullets d'emissió de la informació relativa a l'ajust comptable que es practicà el 2014 pot ser criticable (però no per això punible), l'anàlisi de les principals magnituds financeres deixa clar quina era la situació real de l'empresa: els problemes de solvència i de liquiditat eren evidents i tenien el seu origen en anys anteriors a l'emissió de bons. A més, aquesta informació era pública, com evidència el *rating* dels bons en el moment de la seva emissió (i durant els anys següents) i la frustració de l'intent de sortida a borsa.

Tots aquests fets demostren la falta d'indicis suficients per sustentar la versió dels querellants i, com assenyalen l'AP i la defensa, deixen entreveure una certa intenció d'acudir a la via penal com a darrer recurs per recuperar una inversió arriscada que no va donar els fruits que els querellants haurien desitjat. Totes aquestes consideracions, juntament amb les contradiccions que posaven de manifest els actes dels querellants durant els anys anteriors a l'inici del procediment penal, permeten entendre la decisió de l'AP d'arxivar la causa. Decisió que, tot i no atendre a una interpretació literal de la llei processal penal, és ajustada a dret.

6. REFERÈNCIES BIBLIOGRÀFIQUES

1. Acciona S.A. y sociedades dependientes. (2014). Cuentas Anuales e Informe de Gestión Consolidados 2013.
2. Acciona S.A. y sociedades dependientes. (2015). Cuentas Anuales e Informe de Gestión Consolidados 2014.
3. Acciona S.A. y sociedades dependientes. (2016). Cuentas Anuales e Informe de Gestión Consolidados 2015.
4. ACS, Actividades de Construcción y Servicio S.A. y Sociedades Dependientes. (2014). Cuentas Anuales Consolidadas correspondientes al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2013 e Informe de Gestión, junto con el Informe de Auditoría Independiente.
5. ACS, Actividades de Construcción y Servicio S.A. y Sociedades Dependientes. (2015). Cuentas Anuales Consolidadas correspondientes al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2014 e Informe de Gestión, junto con el Informe de Auditoría Independiente.
6. ACS, Actividades de Construcción y Servicio S.A. y Sociedades Dependientes. (2016). Cuentas Anuales Consolidadas correspondientes al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2015 e Informe de Gestión, junto con el Informe de Auditoría Independiente.
7. Agencia EFE (4 de juliol de 2017). Isolux, uno de los mayores concursos de acreedores de España. *Expansión*.
<https://www.expansion.com/empresas/2017/07/04/595ba45622601d5f3a8b4616.html>
8. Elecnor S.A. (2014). Financial Statements and Director's Report 2013.
9. Elecnor S.A. (2015). Financial Statements and Director's Report 2014.
10. Elecnor S.A. (2016). Financial Statements and Director's Report 2015.
11. Europa Press (20 de març de 2015). S&P amenaza con rebajar el rating de Isolux Corsán si no mejora su liquidez en los próximos dos meses. *elEconomista*.
<https://www.eleconomista.es/economia/noticias/6571290/03/15/SP-amenaza-con-rebajar-el-rating-de-Isolux-Corsan-si-no-mejora-su-liquidez-en-los-proximos-dos-meses.html>
12. Grupo Isolux Corsán S.A. y sociedades dependientes. (2012). Informe de auditoría independiente, cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado al 31 de diciembre de 2011.
13. Grupo Isolux Corsán S.A. y sociedades dependientes. (2013). Informe de auditoría independiente, cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado al 31 de diciembre de 2012.
14. Grupo Isolux Corsán S.A. y sociedades dependientes. (2014). Informe de auditoría independiente, cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado al 31 de diciembre de 2013.

15. Grupo Isolux Corsán S.A. y sociedades dependientes. (2015). Informe de auditoría independiente, cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado al 31 de diciembre de 2014.
16. Grupo Isolux Corsán S.A. y sociedades dependientes. (2016). Informe de auditoría independiente, cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado al 31 de diciembre de 2015.
17. Grupo Isolux Corsán S.A. y sociedades dependientes. (2017). Informe de auditoría independiente, cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado al 31 de diciembre de 2016.
18. La Información (12 de març de 2014). Standard & Poors da a Isolux una calificación de B por su alto endeudamiento. *La Información*. https://www.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/standard-poors-da-a-isolux-una-calificacion-de-b-por-su-alto-endeudamiento_TX3h2ruSFT19hLvjBD15h6/?autoref=true
19. La Vanguardia (29 d'abril de 2016). S&P rebaja tres escalones el rating de Isolux por sus problemas de liquidez. *La Vanguardia*. <https://www.lavanguardia.com/vida/20160429/401458146331/s-p-rebaja-tres-escalones-el-rating-de-isolux-por-sus-problemas-de-liquidez.html>
20. Marco, A. y Navas J.A. (29 de gener de 2015). Isolux suspende la salida a bolsa a última hora por las dudas sobre su solvència. *El Confidencial*. https://www.elconfidencial.com/empresas/2015-01-29/isolux-suspende-la-salida-a-bolsa-a-ultima-hora-por-las-dudas-sobre-su-solvencia_649856/
21. Mesones, J. (29 de març de 2017). Isolux se acerca al concurso tras el rechazo del Santander a participar en el nuevo rescate. *elEconomista*. <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/8255342/03/17/Isolux-se-arriesga-al-concurso-tras-el-rechazo-del-Santander.html>
22. Muñoz Conde, F. (2019). *Derecho Penal. Parte Especial*. Tirant lo Blanch
23. Pariente, R. (8 de març de 2018). ¿Qué es un bono basura? *BBVA*. <https://www.bbva.com/es/que-son-los-bonos-basura/>
24. Puente ABA, L. M. (2012). El artículo 282 bis del código penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores. *Revista de derecho penal y criminología*, 3.a Época, n.o 7, 51–80.
25. S&P Global Ratings. *Entendiendo las calificaciones*. <https://www.spglobal.com/ratings/es/about/understanding-ratings>
26. Sacyr, S.A. y sociedades dependientes. (2014). Informe de auditoría. Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión Consolidado correspondientes al ejercicio natural terminado el 31 de diciembre de 2013.
27. Sacyr, S.A. y sociedades dependientes. (2015). Informe de auditoría. Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión Consolidado correspondientes al ejercicio natural terminado el 31 de diciembre de 2014.

28. Sacyr, S.A. y sociedades dependientes. (2016). Informe de auditoría. Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión Consolidado correspondientes al ejercicio natural terminado el 31 de diciembre de 2015.

7. ANNEX I: LEGISLACIÓ EMPRADA

1. Llei Orgànica 10/1995, de 23 de novembre, del Codi Penal (BOE núm. 281, de 24 de novembre de 1995). Darrera modificació: 13 d'abril de 2022.
2. Llei Orgànica 5/2010, de 22 de juny, per la qual es modifica la Llei Orgànica 10/1995, de 23 de novembre, del Codi Penal (BOE núm. 152, de 23 de juny de 2010).
3. Llei 15/2010, de 5 de juliol, de modificació de la Llei 3/2004, de 29 de desembre, per la qual s'estableixen mesures de lluita contra la morositat en les operacions comercials (BOE núm. 163, de 6 de juliol de 2010).
4. Real Decret de 14 de setembre de 1882 pel qual s'aprova la Llei d'Enjudiciament Criminal ("Gaceta de Madrid" núm. 260, de 17 de setembre de 1882). Darrera modificació: 2 de juliol de 2021.

8. ANNEX II: JURISPRUDÈNCIA EMPRADA

1. Sentència del Tribunal Suprem 521/2015 (Sala Penal, Secció 1a), de 13 d'octubre de 2015.
2. Sentència del Tribunal Suprem 688/2019 (Sala Penal, Secció 1a), de 4 de març de 2019.
3. Sentència del Tribunal Suprem 369/2019 (Sala Penal, Secció 1a), de 22 de juliol de 2019.
4. Sentència del Tribunal Suprem 72/2021 (Sala Penal, Secció 1a), de 28 de gener de 2021.
5. Interlocutòria del Tribunal Suprem (Sala Penal, Secció 1a), de 23 de març de 2021, causa especial 3879/2020.
6. Interlocutòria de l'Audiència Nacional 147/2015 (Sala Penal, Secció 3a), de 28 d'abril de 2015.
7. Interlocutòria del Jutjat Central d'Instrucció, de 5 de febrer de 2018, recurs 31/2013.
8. Sentència del Tribunal Superior de Justícia d'Aragó 3/2016 (Sala Civil, Secció 1a), de 27 d'abril de 2016.
9. Interlocutòria de l'Audiència Provincial de Madrid 883/2021, d'11 de febrer de 2021.
10. Interlocutòria del Jutjat d'Instrucció 49 de Madrid 1666/2020, de 21 de novembre de 2020.