

La Protección Penal Transnacional de los Mercados Financieros

Carlos Gómez-Jara Díez*

Resumen:

La función tradicional del Derecho Penal ha sido limitar las conductas que afecten el interés público; sin embargo, corresponde analizar si actualmente la aplicación del Derecho Penal para los mercados financieros tiene las mismas características, o por el contrario en tanto los mercados financieros tienen efectos sistemáticos generales, corresponde brindar características especiales al Derecho Penal.

Por lo expuesto, resulta importante analizar figuras como las de *short selling*, la negociación de alta frecuencia y otras más que implican el uso de las nuevas tecnologías que afectan de manera directa a los mercados financieros.

Palabras clave:

Test de los efectos - Mercados financieros - Internalización - Derecho Regulatorio - Infracciones penales - Integridad del mercado - Política criminal - Información privilegiada

Sumario:

1. Introducción
2. El ordenamiento estadounidense como sistema de protección transnacional de los mercados financieros: luces y sombras
3. El ordenamiento europeo como sistema de protección transnacional de los mercados financieros
4. El ordenamiento español: influencia de la protección penal transnacional en la interpretación de las normas penales españolas

* Licenciado en Derecho; Doctor Europeo en Derecho (Universidad Autónoma de Madrid), 2004; becario predoctoral del Servicio de Intercambio Académico Alemán (DAAD) (2002-2003; Universidad de Friburgo de Brisgovia, Alemania).

1. Introducción

No parece exagerado afirmar que la crisis financiera 2008-2012¹ ha dado un vuelco a la percepción² tanto de las instituciones estatales como del público en general respecto de la importancia de los mercados financieros y su afectación a la salud de la economía ciudadana³. Ante las gravísimas consecuencias que la referida crisis ha tenido en el Estado de bienestar de las economías occidentales, la reacción de los operadores jurídicos a todos los niveles no se ha hecho esperar: reformas legislativas, actuaciones de las agencias reguladoras y multitud de procedimientos judiciales están cambiando la forma en la que tradicionalmente se venía entendiendo la tutela de los mercados financieros. Que el Derecho penal no es un derecho regulatorio

y que no puede solventar los problemas generales de protección de los mercados – y menos aún, de las crisis financieras⁴ – es evidente. Pero que el Derecho penal está llamado a desempeñar un determinado rol – en todo caso: limitado – en dicha protección, resulta igualmente meridiano. Partiendo de estas premisas, la tarea que se plantea este trabajo es reflexionar sobre la nueva aproximación que el Derecho penal está teniendo respecto de los mercados financieros. Las reformas están teniendo lugar con marcadas diferencias en función del grado de sofisticación de los mercados. Pero en todos los casos se percibe un problema común: ¿cómo protegen las normas penales unos mercados financieros con tal grado de interconexión que los efectos sistémicos⁵ en un lugar del globo terráqueo tienen consecuencias devastadoras en otros lugares geográficamente situados en las antípodas?

- 1 Las fechas 2008 y 2012 se han adoptado como representativas de las manifestaciones más agudas de la crisis, ya que, como indica el Reglamento de la UE 236/2012 [DOUE de 24.3.2012, L 86/1], en el año 2008 ya se había alcanzado el estado de “plena crisis financiera”: “En septiembre de 2008, en plena crisis financiera, las autoridades competentes de diversos Estados miembros y las autoridades de supervisión de terceros países como Estados Unidos y Japón adoptaron medidas de emergencia para restringir o prohibir las ventas en corto en relación con la totalidad o algunos de los valores” (Considerando Primero). Por lo tanto, resulta evidente que la crisis financiera – pese a la negación sistemática por ciertos gobiernos – había comenzado ya en el año 2007 con signos evidentes en territorio europeo [vid. al respecto el informe del *High Level Group on Financial Supervision in the EU*, 2009, considerando que desde julio de 2007 se había producido la crisis financiera más importante desde 1929]. Así, en agosto de 2007 el Banco Central Europeo se vio obligado a realizar una inyección (entonces histórica) de liquidez de 94.800 millones de euros en los mercados para compensar la falta de la misma [véase la noticia del *Financial Times*: <http://www.ft.com/cms/s/0/a8c5829a-466e-11dc-a3be-0000779fd2ac.html#axzz2PgF1s9rGJ>]. En ese momento, los bancos europeos ya se habían visto seriamente afectados como muestra el hecho de que *BNP Paribas* tuviera que liquidar tres fondos de inversión y negarse a reembolsar fondos [en general, sobre el desarrollo de la crisis financiera global vid. el minucioso informe de la FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION OF THE UNITED STATES OF AMERICA titulado *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011; especialmente pp. 246 ss.]
- 2 Ciertamente, la caída de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008 provocó una mayor concienciación en Europa debido a la falta de previsión de las consecuencias que la quiebra de sus filiales europeas provocaría en las contrapartes [vid. *IBID.*, pp. 324 ss.]. Sin embargo, los mercados financieros se habían congelado con anterioridad, dificultando extraordinariamente la financiación de las propias entidades financieras [vid. desde una perspectiva europea ELIAS BENGSTON, “Shadow Banking and Financial Stability: European Money Market Funds in the Global Financial Crisis”, *Journal of International Money and Finance* 32 (2013), pp. 579 ss.] hasta el punto de que se llegó a que algunos *Money Market Funds* – generalmente, sumamente líquidos – no pudieran atender sus obligaciones y por lo tanto se produjera la situación conocida como “breaking the buck” o “pérdida del valor de liquidación” – por cada dólar invertido no se podía devolver otro tanto – durante el año 2008 [sobre esta cuestión y la necesidad de evitar que se produzca en el futuro VIRAL ACHARYA / BARRY ADLER / MATTHEW RICHARDSON / NOURIEL ROUBINI, “Resolution Authority”, en: VIRAL ACHARYA / THOMAS COOLEY / MATTHEW RICHARDSON (eds.), *Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 2010, pp. 305 ss.]. Cuestión diferente es que determinados políticos europeos se negaran entonces a reconocer el verdadero estado de la cuestión debido al evidente coste político que supondría adoptar las medidas anticrisis que, finalmente, se han tenido que llevar a cabo a un coste económico y social mayor que el que hubiera resultado de una actuación a tiempo.
- 3 De igual manera, la crisis económica ha desplegado, y desplegará, importantes efectos sobre las estructuras de gobierno corporativo. En general, sobre ello vid. JUAN SÁNCHEZ CALERO, “Crisis económica y gobierno corporativo”, *Revista de Derecho Mercantil* 287 (2013), pp. 63 ss.
- 4 Sobre la relación entre la crisis financieras y el Derecho penal vid., en general, las contribuciones en EBERHARD KEMPF / KLAUS LÜDERSSEN / KLAUS VOLK (eds.), *Die Finanzkrise, Das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral*, 2010. Especialmente interesante el análisis de WOLFGANG NAUCKE, *Der Begriff der politischen Wirtschaftstraft – Eine Annäherung*, 2012, pp. 66 ss. Sobre el tipo de la administración desleal como referencia básica para analizar las conductas de los principales actores que provocaron la crisis vid. las diversas contribuciones de BERND SCHÜNEMANN, CHRISTIAN SCHRÖDER, WOLFGANG WOHLERS, THOMAS FISCHER en *ZStW* 123 (2011), pp. 767 ss. Finalmente, un análisis combinado de ambas posturas puede verse en el magnífico artículo de MICHAEL KUBICIEL, “Die Finanzmarktraf recht zwischen Wirtschaftsstrafrecht und politischen Strafrecht”, *ZIS* 2/2013 donde sostiene que la dogmática actual del Derecho penal económico está abandonando el ámbito jurídico-penal y adentrándose en el político – retomando así la denominación de NAUCKE del Derecho penal económico-político (*politischen Wirtschaftsstrafrecht*). Vid. igualmente las contribuciones en BERND SCHÜNEMANN, *Die sogenannte Finanzkrise – Systemversagen oder global organisierte Kriminalität?*, 2010.
- 5 Sin duda, la conceptualización adecuada del riesgo sistémico y el tratamiento adecuado del mismo es uno de los temas más debatidos como consecuencia de la crisis financiera y de la deuda soberana europea [vid. por todos, JOHN C. COFFEE, “Systemic Risk After Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight”, *Colum.L.Rev.* 111 (2011), pp. 795 ss.]. Si bien dicho concepto se ha vinculado principalmente a los bancos, lo cierto es que su ampliación a entidades financieras no bancarias resulta igualmente decisivo [vid., en relación con la regulación estadounidense, BRENT HORTON, “When Does a Non-Bank Financial Company Pose a ‘Systemic Risk’? A proposal for Clarifying Dodd-Frank”, *The Journal of Corporation Law* 37 (2012), pp. 815 ss.]. En general, respecto del ámbito europeo, vid. LAMONT BLACK / RICARDO CORREA / XIN HUANG / HAO ZHOU, *The Systemic Risk of European Banks during the Financial and Sovereign Debt Crises*, 2013 [disponible en: http://www.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/con_040753.pdf]. Respecto del ámbito estadounidense vid. las diversas contribuciones en la Segunda Parte del libro colectivo VIRAL ACHARYA / THOMAS COOLEY / MATTHEW RICHARDSON (eds.), *Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 2010, pp. 85-303.

Ciertamente, “la internacionalización de los mercados financieros pone en jaque las tradicionales estructuras de protección de los mercados de valores nacionales”.

Ello, no sólo en lo que se refiere a las reglas para una asignación más eficiente de los recursos, sino en la misma medida para la estabilización de unas normas – incluidas las penales – que tutelen los derechos de los inversores. La búsqueda continúa por parte de los operadores financieros de mercados más atractivos para su financiación – ya sea en términos de reducción de los costes de las mismas, ya sea en función de la captación más ágil de los inversores – ha provocado que, cada vez en mayor medida, las empresas emitan títulos o valores en mercados internacionales⁶.

La creciente difusión de productos financieros por los mercados internacionales y la igualmente creciente emisión de títulos y valores financieros, cuyos inversores se encuentran en diversas jurisdicciones provocan posibles lagunas de regulación – que sin duda son aprovechadas por los operadores más hábiles –⁷. Frente a ello, parece que pueden observarse dos tendencias claramente definidas. Por un lado, determinados reguladores pretenden otorgar una protección más homogénea dentro de su “jurisdicción” – entendido este término, en clave anglosajona, como “ordenamiento” –; es el caso de la Unión Europea y las diversas iniciativas respecto de

la Directiva de Folletos de Emisión⁸, la regulación de los mercados financieros, manipulación de mercado y operaciones con información privilegiada⁹, las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago¹⁰, entre otras. Si bien no todas estas regulaciones contienen mandatos penales, lo cierto es que resulta innegable que existe una preocupación extrema a nivel de la UE por proporcionar una protección lo más armonizada posible en estas materias. Por otro lado, otros ordenamientos, frente a la avalancha de procedimientos basados en determinadas reglas anti-fraude, están intentando limitar la extraterritorialidad de su aplicación exigiendo puntos de conexión más o menos evidentes con su jurisdicción. No obstante, la voluntad declarada expresada por el poder judicial no se corresponde con los intentos del legislativo y ejecutivo por proporcionar seguir proporcionando una protección férrea de los mercados financieros internacionales.

En el contexto de estas dos directrices puede constatar, no obstante, una preocupación común relativa a la necesidad de mejorar la protección de los mercados financieros frente a conductas que, en última instancia, pueden agravar una crisis financiera o, incluso, generar alguna. El tema que probablemente mejor refleja esta nueva preocupación es el relativo a la manipulación de mercado¹¹, auténtico exponente de la ira popular y estatal respecto de las consecuencias derivadas

6 Sobre esta tendencia, y los litigios que surgen como consecuencia de la misma, *vid.* STEPHEN J. CHOI / LINDA J. SILBERMAN, “Transnational Litigation and Global Securities Class Action Lawsuits,” *WIS. L. REV.* (2009), pp. 465 ss.

7 Ello, igualmente, incrementa la posibilidad de fraude en este tipo de transacciones. Así, se habla de un escalamiento del fraude bursátil transnacional. *Vid.* el escrito que como *Amicus Curiae* presentó la SEC, en el caso más adelante comentado *Morrison*, cuando el procedimiento todavía estaba en el 2º Circuito. *Vid.* Asimismo PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2008 SECURITIES LITIGATION STUDY 43 (abril de 2009). Accesible en: <http://10b5.pwc.com/PDF/NY-09-0894%20SECURITIES%20LIT%20STUDY%20FINAL.PDF>.

8 DIRECTIVA 2010/73/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 24 de noviembre de 2010 por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. *Diario Oficial de la Unión Europea* L327/1. 11.12.2010.

9 Propuesta de DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. COM(2011) 654 final. En un primer momento, la votación del Parlamento sobre este texto legislativo estaba prevista para el 20 de mayo de 2013. Debido al fuerte apoyo recibido durante la exposición del informe de la representante irlandesa (Arlene McCarthy) con 39 votos a favor y ninguno en contra, así como a la presidencia del Consejo ostentada por Irlanda del 1 de enero al 30 de junio de 2013, las probabilidades de su aprobación eran ciertamente altas. Sin embargo, en el mes de junio de 2013 sólo se alcanzó un acuerdo entre la presidencia irlandesa y el COREPER del Parlamento Europeo. En principio, se planea que el Parlamento europeo vote en breve septiembre y, a renglón seguido, se llevará al ECOFIN. Supongo que esto está entre lo que me decías que había que actualizar.

Fuera del ámbito penal, se ha propuesto un reglamento: Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) COM 2011/651. Sobre ambos textos, muy ilustrativo el COMMISSION STAFF WORKING PAPER EXECUTIVE SUMMARY OF THE IMPACT ASSESSMENT. SEC(2011) 1218 final.

10 REGLAMENTO (UE) No 236/2012 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 14 de marzo de 2012 sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago. *DOUE* 24.3.2012 L 86/1.

11 No en vano se ha dicho que “la manipulación de mercado es el mayor enemigo de la eficiencia del mercado y el mayor destructor de la confianza de los inversores” [EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulations of Market Abuse - A Legal and Economic Analysis*, 2005, p. 4]. *Vid.* asimismo el importante estudio llevado a cabo por NURIA BAENA TOVAR, *La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos*, 2002 [<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/ABUSOMERCADO.PDF>] indicando, ya en 2002, que “El tratamiento normativo de las prácticas de abuso de mercado presenta una afinidad considerable en el planteamiento básico de esta materia en los países de la UE, la Directiva de la UE, y en Estados Unidos”. “En general, la experiencia a nivel internacional en la aplicación de la legislación sobre abuso de mercado muestra una frecuencia de uso de la normativa relativamente reducida: un porcentaje reducido de casos con indicios de abuso de mercado desembocan en la apertura de investigaciones y son contados los casos que se cierran con la aplicación de sanción, bien de tipo administrativo o bien de tipo penal. Todo ello se deriva de la dificultad para detectar y sancionar estas prácticas, pues por un lado las investigaciones resultan costosas y complejas, y a ello se añade la dificultad para demostrar la relación entre las personas que ejecutan las operaciones y las que se encuentran en el origen de las mismas. Consientes de esta situación las autoridades supervisoras vienen poniendo especial interés en que la regulación se oriente al establecimiento de medidas efectivas de prevención, para así poder seguir avanzando en la lucha contra el abuso o fraude en los mercados de valores”.

de la crisis financiera. Ciertamente, la manipulación de mercado no es algo novedoso – sobre todo a nivel internacional –, pero, sin duda, la calificación de determinadas conductas como “terrorismo financiero”¹² han situado el foco de atención en unas prácticas que hasta tiempos recientes se consideraban alejadas de la órbita jurídico-penal¹³.

Sobre la base de estas reflexiones preliminares, el trabajo comienza analizando determinadas características del ordenamiento estadounidense porque, a efectos regulatorios y de aplicación de la normativa (*enforcement*), es el más avanzado. Prueba de ello, es que los inversores de todos los países acuden en masa a la protección que brinda dicho ordenamiento y que, paradójicamente, se basa en disposiciones legislativas de principios del Siglo XX. Probablemente el hecho de que fuera el país que sufrió los efectos devastadores de la primera crisis financiera – el crack de 1929 – y que hoy por hoy sea el mercado más internacionalizado, hacen que la legislación adoptada inmediatamente después de aquélla recoja los contornos básicos de protección del mercado y que se lleve a cabo el *enforcement* – tanto público como privado – más agresivo.

A continuación se aborda el tratamiento que está dispensando la UE a esta cuestión en tiempos recientes. La falta de unificación existente en Europa ha dado muestras de los importantes efectos negativos que comporta¹⁴. Las actitudes nacionalistas antaño exultantes de soberanía nacional han sucumbido a la fuerza de los acontecimientos y ante las inminentes quiebras estatales la única opción válida ha sido recurrir a los fondos europeos. Sin embargo, la carencia de instrumentos previstos para este tipo de acontecimientos ha obligado a construir sobre

la marcha¹⁵ – con los inconvenientes que ello representa – mecanismos que, si bien han proporcionado el “salvavidas” necesitado por los EE.MM., han conllevado la imposición de medidas draconianas de reducción del déficit y del Estado de bienestar. Con la clara vocación de brindar una protección más eficaz a los mercados financieros y generar la confianza necesaria para los inversores, la UE ha comenzado un lento proceso de reforzamiento de las instituciones reguladoras de los mercados (*European Securities and Markets Authority*, ESMA), creación de instituciones penales de índole europea (Fiscalía Europea) y producción de normas de armonización penal.

Finalmente, este proceso supranacional desemboca en el ordenamiento español, cuya vocación extraterritorial en determinados ámbitos – sc. jurisdicción universal – es incuestionable, pero que, en lo que se refiere al tema aquí abordado, es inexistente. Expresado de otra manera: la protección transnacional de los derechos humanos ha sido una constante en la teoría y la praxis judicial española; la protección transnacional de los mercados, todo lo contrario. La falta de actualización del ordenamiento español – tanto a nivel legislativo como de *enforcement* – ha sido sólo recientemente paliada, y, además, por lo que se alcanza a ver, de forma deficitaria. La actual configuración de los mercados financieros hace que las posibilidades de tutela penal de determinadas conductas tengan que ser reconducidas a tipos delictivos que no estaban previstos inicialmente para sancionar estos hechos. Si a ello se añade el imperio del principio de legalidad en nuestro ordenamiento – que limita en mayor medida que en los ordenamientos anglosajones el margen de actuación judicial – la dificultad para brindar una protección efectiva a los mercados se hace aún más evidente.

12 La expresión no sólo fue utilizada por el Fiscal General del Estado español, sino que es un tema recurrente en la literatura financiera [vid. <http://www.economist.com/node/21542186>]

13 Haciendo referencia a la muestra de la verdadera lesividad de este tipo de conductas durante las crisis financieras vid. JANICK SCHÖNWÄLDER, *Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation. Analyse unter Besonderer Würdigung der Borsen- oder Marktpreiseinwirkung*, 2012, p. 67.

14 En este sentido no se puede desconocer que, si bien la crisis financiera originada en EE. UU. ha sido especialmente criticada por los efectos que ha tenido en la economía globalizada, lo cierto es que la crisis de la deuda soberana europea ha desplegado efectos igualmente determinantes sobre los mercados internacionales [vid. sobre dichos efectos sólo TIM CHRISTENSEN, “The Global Effects of the European Sovereign Debt Crisis”, en: *The European Sovereign Debt Crisis*, 2012]. Así, las críticas fáciles al sistema financiero estadounidense como consecuencia de la crisis financiera resultan igualmente aplicables al sistema financiero europeo como consecuencia de la crisis de la deuda soberana europea. No obstante, en ambos casos, se puede extraer una conclusión positiva de las referidas crisis: han motivado importantes cambios en la regulación y una nueva percepción sobre la importancia del sistema financiero para el conjunto de la economía. En este sentido, como se puede observar en prácticamente todas las reformas legislativas de los últimos tiempos a nivel europeo, la crisis de la deuda soberana europea ha servido de catalizador para abordar de manera más decisiva los problemas que origina el sistema financiero.

15 En junio 2013 se anunció que el ECOFIN había alcanzado una posición común sobre la directiva de recuperación y resolución de instituciones financieras y entidades de inversión – conocida como directiva sobre los rescates bancarios –. Tras intensas negociaciones se dotó al mecanismo de más flexibilidad para rescatar a determinados acreedores, pero a cambio el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) sólo entraría como último recurso – denominado como sistema “*Bail In*”, diferentes de los “*Bail Out*” –. Una de las cuestiones más controvertidas a ambos lados del atlántico es la relativa a la autoridad para la resolución de las entidades financieras que, fundamentalmente tras la quiebra de Lehman Brothers, ha sido objeto de especial atención a la vista del grado de interconexión entre las entidades financieras y la necesidad de evitar que los contribuyentes tengan que padecer las consecuencias de rescatar a las mismas. Sobre la discusión en EE. UU. vid. VIRAL ACHARYA / BARRY ADLER / MATTHEW RICHARDSON / NOURIEL ROUBINI, “Resolution Authority”, en: VIRAL ACHARYA / THOMAS COOLEY / MATTHEW RICHARDSON (eds.), *Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 2010, pp. 213 ss.

2. El ordenamiento estadounidense como sistema de protección transnacional de los mercados financieros: luces y sombras

2.1 Introducción

La clara vocación extraterritorial del ordenamiento estadounidense en materia de protección de los mercados – y en tantas otras¹⁶ – resulta sumamente conocida. A los efectos del presente trabajo, interesa únicamente resaltar que el 14% de todas las *Class Actions* relativas al Mercado de Valores en EE. UU. – que se cuentan por cientos –, habían sido interpuestas en EE. UU. en 2009 contra emisores extranjeros¹⁷, y que la SEC (*Securities and Exchange Commission*, la principal agencia reguladora de la materia en EE. UU.) había iniciado decenas de procedimientos tanto judiciales como administrativos contra dichos emisores, ya sea por la emisión, ya sea por la negociación de los títulos (y conductas adyacentes). En general, no parece exagerada la afirmación de que, en materia de protección de los mercados financieros, los EE. UU. se han convertido en los “policías del mundo”.

Las características básicas del *enforcement* estadounidense pasan a veces desapercibidas en la discusión de otros países. Así, por un lado, las *securities class actions* constituyen un método de *enforcement* privado de importante repercusión en la dinámica del mercado financiero. No sólo por las consecuencias últimas que puedan derivar de una condena, sino por el tortuoso procedimiento de *discovery* al que se ven expuestas las entidades financieras demandadas. Por otro lado, las acciones de la SEC pretenden, en la mayor parte de los casos,

alcanzar acuerdos con las entidades denunciadas, para lo cual la actuación paralela en la esfera civil y penal (*parallel proceedings*)¹⁸ comporta importantes ventajas. A resultas de las mismas, se inician, en algunos casos, procedimientos penales contra las personas físicas que han participado en los hechos¹⁹.

Como se tratará de explicitar en las páginas que siguen, la vocación extraterritorial de la aplicación de las normas estadounidenses de protección del mercado ha sido objeto de una importante limitación. A raíz del caso *Morrison v. National Bank of Australia* la Corte Suprema de los EE. UU. ha comenzado a imponer notables trabas a la sustanciación de litigios de esta índole en la jurisdicción estadounidense. Ciertamente, determinados pronunciamientos de la referida sentencia tienen un anclaje, cuando menos, complejo en la estructura del ordenamiento de aquel país – y de hecho, las últimas reformas legislativas pretenden subvertir el resultado alcanzado por el máximo órgano judicial estadounidense –. Pero la voluntad de limitar la protección penal de los mercados financieros resulta evidente²⁰.

2.2 El caso *Morrison v. National Bank of Australia* y el nuevo test “transaccional”

Pocos casos en la historia judicial estadounidense han impactado de manera tan significativa en la aplicación extraterritorial del Derecho de dicho país. En este sentido, la decisión en el caso *Morrison*²¹ pone fin a casi 50 años de jurisprudencia federal consolidada y anuncia un nuevo test para determinar cuándo se puede aplicar la legislación estadounidense a supuestos de fraude bursátil con cierto grado de extraterritorialidad²². Como se referirá más adelante, la sentencia de la Corte

16 Un ejemplo paradigmático lo constituye la regulación en materia de pago de sobornos a funcionarios extranjeros [FCPA], que, si bien no había sido utilizada excesivamente durante décadas, ha experimentado un auge notable en lo que hace a su *enforcement* en las últimas dos décadas. Vid. el análisis de MIKE KOEHLER, “What Percentage of DOJ FCPA Losses is Acceptable”, *Criminal Law Reporter* 90 (2012), pp. 823 ss., refiriendo, no obstante, el reciente punto de inflexión alcanzado como consecuencia del procedimiento iniciado en las denominadas “operaciones encubiertas africanas” (*African Sting Cases*) y el sobreesimiento dictado por el juez Richard Leon, conocido por la crudeza de sus opiniones.

17 Vid. PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2009 SECURITIES LITIGATION STUDY 35 (Abril 2010), disponible en http://10b5.pwc.com/PDF/NY-10-0559%20SEC%20LIT%20STUDY_V7%20PRINT.PDF.

18 ANDREW Z. GLICKMAN, “Civil Sanctions and the Double Jeopardy Clause: Applying the Multiple Punishment Doctrine to Parallel Proceedings after United States v. Halper”, *Virginia Law Review* 76 (1990), pp. 1251 ss.; CAROL E. LONGEST, “Parallel Civil and Criminal Proceedings”, *Am.Crim.L.Rev.* 24 (1987), pp. 855 ss. Especialmente interesante ADAM S. ZIMMERMAN, “Distributing Justice”, *New York University L.Rev.* 86 (2011), pp. 500 ss.. Desde una perspectiva internacional resulta fundamental el trabajo de LUCIAN E. DERVAN, “International White Collar Crime and the Globalization of Internal Investigations”, *Fordham Urb. L.J.* 39 (2011), pp. 101 ss.

19 Una visión crítica de la carencia de procedimientos penales tras la crisis financiera BRADLEY T. BORDEN / DAVID J. REISS, “Cleaning Up the Financial Crisis of 2008: Prosecutorial Discretion or Prosecutorial Abdication”, *Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper* No. 331, Marzo 2013.

20 Respecto de la aplicación extraterritorial del Derecho penal estadounidense vid. en general CHARLES DOYLE, *Extraterritorial Application of American Criminal Law*, Congressional Research Service Report, Mar. 26, 2010, pp. 37–60. Respecto de este tipo de casos en concreto vid. TANYA J. MONESTIER, “Transnational Class Actions and the Illusory Search for Res Judicata”, *TUL. L. REV.* 86 (2011), pp. 1 ss., 75, quien considera que casos como *Morrison* constituyen una manifestación evidente de la necesidad de que se restrinjan las posibilidades de acceso de demandantes extranjeros a la jurisdicción estadounidense.

21 130 S. Ct. 2869 (2010).

22 El caso ha atraído la atención de numerosos autores: GENEVIEVE BEYEA, “Morrison v. National Australia Bank and the Future of Extraterritorial Application of the U.S. Securities Laws”, *OHIO ST. L.J.* 72 (2011), pp. 537, 551; ANTHONY J. COLANGELO, “A Unified Approach to Extraterritoriality”, *VA. L. REV.* 97 (2011), pp. 1019, 1043; GEORGE T. CONWAY III ET AL., “Harmony and Dissonance in Extraterritorial Regulation”, *ASIL PROC.* 105 (2011); WILLIAM S. DODGE, “Morrison’s Effects Test”, *SW. L. REV.* 40 (2011), pp. 687, 687–88; JOHN H. KNOX, “A Presumption Against Extrajurisdictionality”, *AM. J. INT’L L.* 104 (2010), pp. 351, 396; JEFFREY A. MEYER, “Dual Illegality and Geoambiguous Law: A New Rule for Extraterritorial Application of U.S. Law”, *MINN. L. REV.* 95 (2010), pp. 110, 142.

Suprema no gira en torno a la competencia de los tribunales estadounidenses respecto de esta materia – y por ello la nueva legislación de la Ley *Dodd-Frank* probablemente no tenga un impacto muy significativo²³ – sino que analiza qué supuestos pueden subsumirse en las conocidas reglas antifraude de la legislación americana.

El caso se inicia en Australia a raíz de una serie de devaluaciones de activos que llevó a cabo el *National Australia Bank* [NAB] en el año 2001 como consecuencia de una sobrevaloración – supuestamente fraudulenta – de una de sus filiales, *HomeSide Inc.*, compañía de Florida que se dedicaba a la concesión de hipotecas. Las devaluaciones alcanzaron la cifra de 4.000 millones de dólares y se convirtieron en la devaluación más elevada en la historia empresarial australiana hasta ese momento. A renglón seguido, la cotización de NAB tanto en la Bolsa de Valores australiana – como también en Tokio, Nueva Zelanda y Londres – así como en el NYSE – en la forma de los certificados de depósitos estadounidenses (*American Depository Receipts*) [ADRs] – descendió entre un 10% y un 13%.

En respuesta a dichas pérdidas, un grupo internacional de accionistas del banco interpuso una demanda contra NAB ante la jurisdicción federal de Estados Unidos alegando vulneración de las reglas antifraude del Mercado de Valores, incluyendo la conocida Regla 10b-5. Los demandantes alegaron que la sobrevaloración de *HomeSide* era consecuencia de un abuso doloso de los modelos de valoración estadounidenses por parte de empleados y directivos de NAB – que, supuestamente, habían estado falseando las cuentas de la compañía desde 1999, vulnerando así la normativa estadounidense -. Los datos falseados sobre la valoración de *HomeSide* fueron remitidos a la sede de NAB en Australia y se incorporaron en los estados financieros consolidados. Posteriormente se distribuyeron al público en general a través de las comunicaciones de hechos relevantes y notas de prensa, incluyendo comunicaciones oficiales (*filings*) a la SEC en relación con los ADRs de NAB.

En síntesis, la Corte Suprema sostuvo que “la sección 10(b) comprende la utilización de un mecanismo defraudatorio o manipulador única y exclusivamente en relación con la compra o venta de un título valor que se encuentre inscrito en uno de los mercados (*Exchange*) estadounidenses y la compra o venta de cualquier otro título valor en los Estados Unidos”²⁴. El controvertido ponente de esta sentencia, Antonin Scalia, comenzó exponiendo que la norma estadounidense establece una cierta presunción frente a la extraterritorialidad de su aplicación²⁵, y a partir de ahí se dedicó a criticar ácidamente la jurisprudencia constante del 2º Circuito de la Corte de Apelaciones sobre este tipo de casos, concluyendo que dicho órgano judicial “nunca apoyó sus interpretaciones sobre la base del tenor de la norma”²⁶. Una vez criticado el *statu quo*, la Corte comenzó a revisar los argumentos de interpretación literal de la norma, desechándolos frente a la pretensión de extraterritorialidad²⁷. Finalmente, frente a la argumentación de los recurrentes en el sentido de que no se requería una aplicación extraterritorial de la norma puesto que se había perpetrado en EE. UU. una conducta sumamente relevante, la Corte Suprema establece el nuevo test transaccional respecto de la Sección 10(b) y Regla 10(b)-5. Señala a este respecto que “la norma estadounidense no centra su atención en el lugar en el que se origina el engaño, sino en el lugar en el que se produce la compra y venta de títulos valores”²⁸. Para sostener esta posición, hace referencia explícita a la frase de la Sección 10(b) “en conexión con” la “compra o venta de los títulos valores”²⁹; expresado de otra manera, el punto de conexión es el lugar donde se efectúa la transacción o donde cotizan los títulos valores³⁰.

En términos generales, se puede señalar que los objetivos que perseguía la Corte en dicho pronunciamiento eran dos: el primero, reducir la creciente inseguridad jurídica que existía hasta la fecha, toda vez que los tests elaborados por la Corte de Apelaciones (del 2º Circuito) – basados en la “conducta” o los “efectos” – eran un tanto farragosos; el segundo, minimizar la injerencia de los Estados Unidos en los asuntos de orden regulatorio de otros

23 La mayor parte de los autores estadounidenses coinciden con este análisis [aplicado a las entidades financieras de carácter global vid. ARTHUR B. LABY, Regulation of Global Financial Firms after Morrison v. National Australia Bank, *St. John's Law Review* 87 (2013), pp. 2 ss.]. De otra opinión, JACOPO CRIVELLARO, “The Implications of the Morrison Judgment for International Securities Litigation”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, diciembre 2012, Working Paper 3/2012, considerando que, de facto, la Sección 929P ha reinstaurado el alcance extraterritorial de las agencias regulatorias estadounidenses en la materia. Para un resumen certero de los aspectos más decisivos de esta legislación vid. VIRAL ACHARYA / THOMAS COOLEY / MATTHEW RICHARDSON / RICHARD SYLLA / INGO WALTER, “The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, en: VIRAL ACHARYA / THOMAS COOLEY / MATTHEW RICHARDSON (eds.), *Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 2010, pp. 1 ss.

24 *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2888.

25 *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2877.

26 *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2879.

27 *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2882.

28 *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2884. Vid. sobre esta cuestión específica WULF A. KAAL / RICHARD W. PAINTER, Forum Competition and Choice of Law Competition in Securities Law After Morrison v. National Australia Bank”, *MINN. L. REV.* 97 (2012), pp. 132 ss., 193.

29 *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2884.

30 Vid. MARC I. STEINBERG / KELLY FLANAGAN, “Transactional Dealings – Morrison Continues to Make Waves”, *INT’L LAW* . 46 (2012), pp. 829 ss, 854, refiriendo la inmensa cantidad de interrogantes que genera dicho punto de conexión.

países, ya que la aplicación extraterritorial de la conocida regla antifraude³¹ – 10(b)5 de la Ley de 1934 – podría dar al traste con la solvencia de empresas extranjeras que tienen un punto de conexión sumamente tenue con los Estados Unidos. La Corte Suprema estableció entonces un “test transaccional” en lo que fue la primera sentencia del Alto Tribunal estadounidense sobre la aplicación extraterritorial de la legislación estadounidense del Mercado de Valores. Adicionalmente, deben tenerse en cuenta dos ulteriores consideraciones efectuadas por la Corte Suprema y que tienen una cierta importancia en el desarrollo de las siguientes páginas: en primer lugar, la sentencia reconoce abiertamente en ciertos pasajes los problemas de injerencia en asuntos ajenos que plantean estos supuestos; en segundo lugar, la decisión de la Corte Suprema sostiene que un intento de tutela tan amplio como el que se venía produciendo hasta ahora carece de idoneidad.

Adentrándonos ya en el establecimiento del nuevo “test transaccional”, para una mejor comprensión de las dificultades de órgano judicial al abordar este asunto, resulta conveniente explicar la problemática existente en cuanto a los tests que se venían manejando por los tribunales inferiores jerárquicamente. El **test de los “efectos”** se centraba en el hecho de si inversores estadounidenses o mercados estadounidenses habían sido perjudicados por el supuesto fraude. Como resulta fácilmente deducible, el caso típico consiste en aquellas empresas extranjeras que cotizan en el mercado estadounidense³². Ahora bien, en general, los tribunales de EE. UU. consideran que no es suficiente que existan determinadas conductas en el extranjero que hayan tenido algún tipo de efecto en los EE. UU.³³. Así, *aquellas conductas que, por ejemplo, afectan a la confianza generalizada en el Mercado de Valores estadounidense no se encuentran dentro del ámbito de aplicación de la regla antifraude*. En reiteradas ocasiones, los tribunales estadounidenses exigen que se muestren los perjuicios para intereses específicos dentro de EE. UU.; éste es el caso cuando se puede probar que se han producido determinados perjuicios económicos como consecuencia de conductas llevadas a cabo en el extranjero.

Por otro lado, el **test de la “conducta”** analiza si el tipo de conducta que materialmente causó el perjuicio se llevó a cabo en todo o en parte en EE. UU., con independencia de dónde se encontraban los inversores o de los mercados en los que fueron vendidos los valores³⁴. Ya aquí se puede observar cómo un problema que se plantea *ab initio* es qué grado de conducta se exige que haya acontecido en EE. UU. para considerar que este país asume jurisdicción sobre los hechos, sobre todo porque hoy en día las transacciones con valores pueden estar compuestas por diversas partes en diversas jurisdicciones y las actuaciones defraudatorias pueden llevarse a cabo en varios países³⁵.

Ambos tipos de test planteaban importantes problemas. En lo que hace al segundo, uno de los problemas más acuciantes – que persiste, por cierto, en la nueva regulación introducida con la Ley *Dodd-Frank* – es que se debía distinguir entre conducta “preparatoria” y conducta “sustancial”³⁶. Ello conllevaba dificultades importantes para determinar cuándo era de un tipo y cuándo de otro. De hecho, la corte de apelaciones en el caso *Morrison* aplicó dicha distinción y consideró que la conducta del *National Bank of Australia* había sido cometida en EE. UU., como mucho, de manera preparatoria, pero nunca sustancial. Esta última parte, a juicio de la Corte de Apelaciones, había acontecido fundamentalmente en Australia, no en EE. UU. Como en su día señalaron CHOI y SILBERMAN, “el grado y el tipo de conducta que debía acontecer en EE. UU. para poder cumplir con los requisitos del test era difícilmente determinable”³⁷.

Sin embargo, también se producían serios problemas al tratar con el test de los efectos. Así, la Corte de Apelaciones había llegado a afirmar que “un efecto perjudicial sobre los intereses económicos generales de EE. UU. o sobre los precios de títulos valores estadounidenses” no constituye un efecto suficiente para la aplicación extraterritorial de la regla antifraude³⁸. En definitiva, tal y como reconoce la Corte Suprema en *Morrison*, los “tests” elaborados por la Corte de Apelaciones nunca fueron fáciles de aplicar³⁹ y, de hecho, fueron

31 No en vano, esta regla había sido calificada por la propia Corte Suprema con anterioridad como una cláusula omnicompreensiva (*catch-all*). *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 203 (1976). De hecho, el antiguo presidente de la Corte Suprema, REHNQUIST, llegó a describir dicha regla (o “tildar la regla de”) como una “encina judicial que había crecido a partir de una pequeña bellota” LOUIS LOSS / JOEL SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, 5ªed., 2003, p. 936.

32 Vid. ya *Schoenbaum v. Firstbrook*, 405 F.2d 200 (2º Cir. 1968).

33 HANNAH L. BUXBAUM, “Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict”, *COLUM. J. TRANSNAT’L L.* 46 (2007), pp. 14, 22.

34 *Bersch v. Drexel Firestone*, 519 F.2d 974, 993 (2º Cir. 1975).

35 STEPHEN J. CHOI / ANDREW T. GUZMAN, “The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law”, *NW. J. INTL L. & BUS.* 17 (1996), pp. 217 ss.

36 Vid. ya desde la conocida *Psimenos v. E.F. Hutton & Co.*, 722 F.2d 1041, 1045 (2º Cir. 1983).

37 STEPHEN J. CHOI / LINDA J. SILBERMAN, “Transnational Litigation and Global Securities Class Action Lawsuits”, *WIS. L. REV.* (2009), pp. 465, 492.

38 Ya desde *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, 519 F.2d 974, 989 (2º Cir. 1975).

39 *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2879.

varios los académicos que apelaban al alto grado de inseguridad que incorporaban los mismos, ya que en cierta manera eran “impredecibles e incoherentes en su aplicación”⁴⁰, calificándolos a la propia Corte Suprema de “creación especulativa del derecho”⁴¹.

Habiendo llegado a este punto, debe hacerse un alto en el camino por la importancia de la naturaleza de los tests que se venían empleando – y el nuevo enfoque que pretende darle la Corte Suprema –. En cierta manera, estos tests parecen tener una naturaleza de competencia jurisdiccional, por lo que fácilmente se puede caer en la tentación de concluir que la cuestión aquí suscitada sobre la protección del mercado en realidad se encuentra circunscrita únicamente a la competencia de un tribunal. Sin embargo, lo interesante del caso *Morrison* es que la Corte Suprema rechazó el argumento de que se trata de una cuestión competencial y reafirmó que lo importante era el ámbito de protección de la norma antifraude de la legislación estadounidense⁴². De hecho, dado que la Corte de Apelaciones había considerado que sí se trataba de una cuestión de competencia, el resultado en principio hubiera sido que, estimándose el recurso de casación, se remitiera al tribunal para una nueva sentencia acorde con los dictados de la Corte Suprema. No obstante, el Alto Tribunal estadounidense decidió que tenía elementos suficientes para determinar si se podía extender dicho ámbito de protección, y resolvió negativamente. Expresado de otra manera: decidió que dicha norma no se aplicaba extraterritorialmente⁴³.

Adicionalmente, se puede cuestionar la idoneidad de extrapolar las reflexiones sobre dicho caso, que tuvo lugar en el seno de la jurisdicción civil, al ámbito penal. No obstante, el hecho de que

se estuviera dilucidando qué conductas eran consideradas típicas desde un punto de vista civil a los efectos de la regla antifraude que igualmente es la base de los procedimientos penales en materia de manipulación de mercado e información privilegiada, hace que resulten sumamente pertinentes para los operadores jurídicos del ámbito penal. Asimismo, la Corte Suprema refiere en numerosas ocasiones sentencias por ella dictadas en casos penales para reafirmar su posición. Por ello no es de extrañar que académicos y prácticos de aquel país hayan planteado la incidencia de *Morrison* en el campo penal⁴⁴.

La problemática que se planteó la Corte Suprema es fácilmente extrapolable a cualquier ordenamiento jurídico. Resulta sumamente cuestionable que un ordenamiento, al promover su regulación de los mercados, pretenda regular también mercados internacionales. En general, como señala también el artículo 3 de la LMV española, las legislaciones establecen los requisitos y las prohibiciones que atañen a su propio Mercado de Valores y no a los extranjeros⁴⁵; no ya sólo por una cuestión teórica de intromisión en la soberanía de otros Estados, sino también práctica por la imposibilidad de tener en cuenta las diversas circunstancias que afectan y pretenden tener en cuenta dichos países.

2.3 El debate estadounidense posterior al caso Morrison

Con este panorama, parecería lógico que el número de asuntos judiciales en los tribunales federales que abordaran estas cuestiones descendiera drásticamente. Sin embargo, en los últimos tiempos se han producido efectos un tanto contradictorios. Por un lado, se ha incrementado el número de entidades extranjeras demandadas en EE. UU.⁴⁶;

40 *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2881.

41 *Ibid.*

42 *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2877. Expresamente indica el ponente de la sentencia, Antonin Scalia: “La cuestión sobre qué conducta es contemplada por la sección 10(b), es lo mismo que preguntar qué conducta prohíbe dicha sección”.

43 Ciertamente, uno de los problemas más acuciantes de los que se ha hecho eco la doctrina es que la Corte Suprema no tuvo en cuenta determinados argumentos – sustentados por el Abogado del Estado-Jefe (*Solicitor General*)– respecto de la sección 30 de la referida legislación. En dicha regulación se refiere específicamente a la aplicación extraterritorial de la legislación estadounidense en la materia – si bien de manera negativa –. Ello constituyó la base del argumento del citado letrado para sostener, *sensu contrario*, que debería haber supuestos en los que sí se aplica extraterritorialmente. No tendría sentido, continuaba el argumento, que la legislación indicara supuestos de no aplicación extraterritorial si toda la legislación no tuviera aplicación extraterritorial. Sólo resulta coherente dicha regulación si existen supuestos de aplicación extraterritorial.

44 Respecto de la utilidad del caso *Morrison* para el Derecho penal vid. ZACHARY D. CLOPTON, “*Bowman Lives: The Extraterritorial Application of U.S. Criminal Law after Morrison v. National Australia Bank*”, *N.Y.U. Ann. Surv. Am. L.* 67 (2011), pp. 137 ss. En tiempos recientes, en el ámbito penal los jueces del Distrito de Columbia han utilizado el caso *Morrison* para resolver problemas de extraterritorialidad en Derecho penal en *US v. Ali Mohamed Ali* USDC, District of Columbia, 13 de julio de 2012. Asimismo, de manera aún más reciente [30 de agosto de 2013], la Corte de Apelaciones del 2º Circuito ha confirmado tajantemente la aplicación de la doctrina del caso *Morrison* al ámbito del Derecho penal [*United States v. Vilar et al.*], manifestando que la presunción en contra de la extraterritorialidad de la aplicación de la norma también alcanza a las normas penales. No obstante, mantiene la condena debido a que muchas de las transacciones objeto del proceso acontecieron en EE. UU. Diferente suerte corre la orden de comiso y la obligación de reparar el daño causado, puesto que ordena al órgano judicial inferior que determine a ambos efectos qué transacciones acontecieron en territorio estadounidense y cuáles fuera del mismo. Sólo podrán ser objeto de comiso y de restitución a la víctima las cantidades derivadas de las primeras.

45 *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2889. “We know of no one who thought that the Act was intended to “regulat[e]” foreign securities exchanges—or indeed who even believed that under established principles of international law Congress had the power to do so. The Act’s registration requirements apply only to securities listed on national securities exchanges.”

46 En cualquier caso, pese a *Morrison* el número de empresas extranjeras que son demandadas en EE. UU. ha alcanzado records históricos en el año 2012 [vid. <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/11/20/recent-trends-in-us-securities-class-actions-against-non-us-companies/>].

pero por otro, los tribunales federales inferiores han realizado una interpretación expansiva de ciertos razonamientos de *Morrison*.⁴⁷

En efecto, en algunos casos en los que la transacción aconteció en los EE. UU. – y, por tanto, según *Morrison*, son alcanzados por el fin de la norma de protección americana –, algunos tribunales han considerado que ésta es “demasiado remota” como para justificar la aplicación de la regla antifraude. Curiosamente, este tipo de consideraciones era lo que trataba de evitar la Corte Suprema con los criterios claramente delimitadores fijados en *Morrison*. Sin embargo, desde el punto de vista de política criminal, ello puede tener sentido al existir ciertas transacciones en los Estados Unidos que resultan en realidad sumamente remotas para los intereses del país. Ello fue especialmente claro en el caso *Morrison*, en el que la Juez *Ginsburg* indicó que el caso tenía “Australia escrito por todas partes”⁴⁸.

En idéntica medida, los tribunales están teniendo cierta dificultad a la hora de tratar con transacciones fuera del mercado en las que parte de la oferta o bien emana de EE. UU. o bien llega hasta inversores estadounidenses, pero el vendedor mantiene que, a pesar de ello, la transacción se produjo *offshore*. Precisamente en estos casos pueden producirse importantes transferencias de dinero hacia una estafa piramidal gestada en los Estados Unidos. Ya se han producido casos de esta índole en el pasado reciente y, a la vista de las circunstancias, no es descartable que determinados supervisores – especialmente la SEC – modifiquen su normativa y planteamiento para poder aprehender este tipo de comportamientos⁴⁹. Ciertamente, no se puede ocultar que, en puridad, en los casos que acaban de referirse no surgen los mismos problemas de reciprocidad que en aquellos supuestos en los que se

aplican las disposiciones anti-fraude de la legislación estadounidense a empresas extranjeras que cotizan en un mercado extranjero. En ambos supuestos, empero, parece que la solución que buscarán los reguladores en el futuro es definir de la manera más clara posible – aunque ello no siempre es fácil – el lugar en el que se considera que acontecen las transacciones en estos casos transnacionales.

En el ámbito estadounidense, con posterioridad a la sentencia del caso *Morrison* se ha producido un importante debate respecto de cuál debe ser la aproximación más adecuada a este problema y si debe volverse a los antiguos criterios. La mayor parte de los académicos parecen, de hecho, apoyar el criterio de algunos jueces federales en lugar del test de la Corte Suprema. En cualquier caso, las relaciones con terceros países deben ser siempre tenidas en cuenta cuando se analizan este tipo de comportamientos⁵⁰.

En este sentido, sin duda uno de los *topoi* más relevantes es qué ocurre con los certificados de depósitos estadounidenses *ADR* (*American Depository Receipts*)⁵¹ que cotizan en un mercado negociado estadounidense. La Corte Suprema no tuvo que enfrentarse a este problema por el enfoque que adoptó en su decisión; pero otros tribunales inferiores sí. Así, en el caso *Stackhouse v. Toyota Motor Co.*, se afirmó⁵² – o más bien se dio por supuesto – que el test transaccional de *Morrison* se aplicaba los *ADRs* que estuvieran registrados o inscritos (*listed*) en un mercado estadounidense. Sin embargo, en un caso posterior de significativa importancia, – *In re Societe Generale Sec. Litig.*⁵³ – se adoptó una decisión en sentido contrario. Así, se indicó expresamente que los *ADRs* que coticen en el mercado estadounidense deberían considerarse “predominantemente una transacción extranjera”⁵⁴.

47 Vid. el análisis de diversos casos realizado por KATHERINE FLOREY, “State Law, U.S. Power, Foreign Disputes: Understanding the Extraterritorial Effects of State Law in the Wake of *Morrison v. National Australia Bank*”, *B.U. L. REV.* 92 (2012), pp. 535 ss.; o ROGER W. KIRBY, “Access to United States Courts by Purchasers of Foreign Listed Securities in the Aftermath of *Morrison v. National Australia Bank Ltd.*”, *HASTINGS BUS. L.J.* 7 (2011), pp. 223 ss., considerando que siguen existiendo vías para que los demandantes extranjeros sigan teniendo acceso a la jurisdicción estadounidense; y ALEX REED, “But I’m an American! A Text-Based Rationale for Dismissing F-Squared Securities Fraud Claims After *Morrison v. National Australia Bank*”, *U. PA. J. BUS. L.* 14 (2012), pp. 515 ss.

48 *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2895.

49 Vid. las reflexiones contenidas en MATTHEW W. CLOSE, ET AL., *SEC Report on the Supreme Court’s Morrison Decision and Commissioner Aguilar’s Dissent Set the Stage for Congress to Consider Legislation to Expand the Reach of US Securities Laws*, 16 de abril de 2012, disponible en: <http://www.omm.com/sec-report-on-the-supreme-courts-morrisondecision-and-commissioner-aguilars-dissent-set-the-stage-for-congress-to-consider-legislation-to-expand-the-reach-of-us-securities-laws-04-16-2012>.

50 Si bien la SEC ha recibido importantes quejas por parte de la Unión Europea, el Reino Unido, Francia, Alemania, Australia y Suiza refiriendo que los test de “conducta” y “efectos” limitan inadecuadamente su capacidad para regular sus propios mercados de valores, no es menos cierto que la SEC ha recibido una petición por parte de la comisión de valores de Israel (*Israel Securities Authority*, “ISA”) para que las transacciones relativas a valores listados en ambos mercados, estén cubiertos por la legislación estadounidense. Vid. la carta de 18 de febrero de 2011 dirigida a la SEC por parte de YAEL ALMOG, de la ISA [www.sec.gov].

51 El *American Depository Receipt* es un título físico que respalda el depósito en un banco estadounidense de acciones de compañías cuyas sociedades fueron constituidas fuera de aquel país, de manera de poder transar las acciones de la compañía como si fueran cualquiera otra de ese mercado. De esta forma, el mecanismo de *ADR* permite a una empresa extranjera emitir acciones directamente en la bolsa norteamericana.

52 2010 WL 337409 (C.D. Cal. Julio 16, 2010). No obstante, y pese a que este asunto sigue en tramitación, la decisión de partida adoptada en el mismo ha sido objeto de un importante cuestionamiento en *Cascade Fund, LLP v. Absolute Capital Management Holdings Ltd.*, 2011 WL 1211511, D.Colo., 2011 (Marzo 31, 2011).

53 2010 WL 3910286 (S.D.N.Y. Sept. 29, 2010). De igual manera al anterior, este caso ha sido valorado de manera negativa en *Wu v. Stomber*, 2012 WL 3276975, Fed. Sec. L. Rep. P 96,973 (D.D.C. Aug 13, 2012) (NO. CIV.A. 11-2287 ABJ).

54 Id. pág 6

Pese a que la negociación en el caso de *Societe Generale* era *OTC* (*over the counter*, con relación directa entre comprador y vendedor) -y por tanto no un mercado-, se efectuó en los Estados Unidos. En consecuencia, esta decisión parece ir en contra de lo sentado en *Morrison*, que específicamente hizo mucho hincapié en evitar pronunciarse sobre si la transacción era “predominantemente” nacional o extranjera, sino que se centraba en la ubicación efectiva de la transacción. Por ello no resulta extraño que la mayor parte de los tribunales inferiores no haya seguido el criterio de *Societe Generale* y, por el contrario, haya considerado que la negociación con *ADR* – al menos cuando sea en un mercado (*Exchange*) – se encuentra sometida a la regla antifraude 10(b)⁵⁵.

No obstante, se asoma aquí una cuestión que difícilmente puede ser abordada con el criterio sentado por la Corte Suprema en el caso *Morrison*: en los supuestos de *unsponsored ADRs*⁵⁶ el emisor no ha manifestado claramente su intención de introducirse en el mercado estadounidense; pero, paradójicamente, puede ser objeto de un proceso en EE. UU. incluso si sus acciones cotizan exclusivamente en un mercado extranjero. En estos casos, el emisor no ha registrado o inscrito (*listed*) sus títulos valores en EE. UU., pero puede verse sometido a un procedimiento judicial por las declaraciones o *statements* que haya realizado fuera de territorio estadounidense. Resulta posible que esta problemática pueda resolverse conforme a otros criterios – sc. por razón de la persona - lo cual no empece a que se trate de una respuesta , si acaso, parcial.

2.4 Algunos supuestos de protección transnacional de los mercados financieros

Abandonando el terreno de los *ADRs*, lo cierto es que existen determinadas constelaciones de asuntos en los que el test sentado por la Corte Suprema en el caso *Morrison* puede arrojar resultados distintos a los que los Tribunales

inferiores están alcanzando. Así, en primer lugar, los asuntos concernientes a los *swaps* (contratos de permuta de tipos de interés) son sumamente interesantes⁵⁷. Como botón de muestra baste el caso *Elliott Associates v. Porsche Automobil Holding SH*⁵⁸. Los hechos que básicamente sustentan el caso se circunscriben a que varios *Hedge Funds* estadounidenses realizaron varios *swaps* – aparentemente en los EE. UU., de conformidad con los contenidos de la demanda y su contestación – que estaban referenciados sobre las acciones de Volkswagen. Desde el punto de vista económico, estos fondos estaban tomando posiciones cortas en Volkswagen, compañía que sólo cotizaba en el mercado de Frankfurt – pero que también tenía *ADRs over-the-counter* en EE. UU. –. Más aún, los *swaps* contenían cláusulas remitiéndose al fuero de Nueva York y a disposiciones legales de dicho estado. Con posterioridad, *Porsche* compró en secreto una gran cantidad de acciones de Volkswagen en Alemania con la intención de llevar a cabo una OPA – pese a los anuncios en la prensa en sentido contrario –. Dichas compras provocaron un alza en el precio de cotización de Volkswagen, perjudicando así las posiciones cortas de los *Hedge Funds* estadounidenses, que inmediatamente demandaron a *Porsche* en el Distrito Sur de Nueva York por manipulación de mercado sobre la base de la regla antifraude 10(b)5.

Un análisis de la sentencia dictada por el tribunal del distrito Sur de Nueva York muestra cómo el órgano judicial consideró que, si bien los *swaps* habían sido ejecutados en Nueva York, la “realidad económica” de la transacción era sustancialmente idéntica a adoptar directamente posiciones cortas sobre Volkswagen en el extranjero. Esta afirmación, si bien resulta correcta, muestra, sin duda, ciertos matices un tanto opuestos al test de *Morrison*, puesto que la Corte Suprema, como se indicó más arriba, explícitamente no tomó en consideración la “realidad económica” de la transacción. Desde este punto de vista, la decisión en el caso *Porsche* parece no seguir el criterio sentado en *Morrison*. Ahora

55 Vid por ejemplo, *In re Royal Bank of Scotland Group PLC Sec. Litig.*, 2011 WL 167749 Pg. 8 (S.D.N.Y. Enero 11, 2011); *In re Vivendi Universal S.A. Sec. Litig.*, 2011 WL 590915 Pg. 7 (S.D.N.Y. Feb. 17, 2011); *Cornwall v. Credit Suisse Group*, 729 F. Supp. 2d 620 (S.D.N.Y. 2010).

56 Este tipo de *American Depositary Receipts* son negociados en mercados *Over The Counter [OTC]* – mercados no organizados en los que se negocian los instrumentos financieros directamente entre las dos partes - . Los *Unsponsored ADRs* son títulos son emitidos de acuerdo con la demanda del mercado y la empresa extranjera no ha suscrito ningún acuerdo formal con un banco depositario. Este tipo de instrumentos son emitidos por más de un banco de posionario. Cada banco sólo presta servicios en relación con los títulos que ha emitido.

57 Vid. en la literatura española sobre este tipo de contratos el extenso análisis de EMILIO DÍAZ RUIZ, “A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (*Swaps*)”, *Revista de Derecho bancario y bursátil* 30 (2011), pp. 213 ss.

58 2010 WL 5463846 (S.D.N.Y. 2010); 2010 U.S. Dist. LEXIS 13899 (S.D.N.Y., Diciembre 30, 2010). Sobre dicho caso y las repercusiones del caso *Morrison* vid. extensamente WULF A. KAAL / RICHARD W. PAINTER, “The Aftermath of *Morrison v. National Bank of Australia and Elliot Associates v. Porsche*”, *ECFR* 1 (2011), pp. 77 ss. Para dichos autores, las ambigüedades del caso *Morrison*, así como las implicaciones que tienen para las empresas europeas, hacen necesario que el legislador estadounidense clarifique con mayor precisión cuál es el verdadero alcance de la legitimación activa en este tipo de supuestos. Asimismo, debe arrojar luz, en la medida de lo posible, respecto de la controvertida sección 929P(b) de la Ley Dodd-Frank de 2010 en relación con la extraterritorialidad de la jurisdicción americana (tanto de la SEC como del Departamento de Justicia). En general, abogan por una aproximación clara y explícita respecto de estas cuestiones puesto que, en su opinión, es necesaria para proporcionar cierta seguridad jurídica a los mercados financieros internacionales y evitar una disminución significativa de las transacciones internacionales que tan buenos frutos dan a los mercados estadounidenses.

bien, también da cuenta de un hecho notorio: el mencionado criterio quizás tenga un ámbito de aplicación excesivamente amplio. Así, una lectura un tanto literal de *Morrison* puede arrojar como resultado que, en determinados supuestos, se encuentren comprendidos operadores extranjeros que nunca han inscrito, registrado o vendido títulos valores en EE. UU. a inversores estadounidenses. En pocas palabras, el caso *Porsche* muestra cómo el criterio usado en *Morrison* es, en determinados supuestos, demasiado expansivo.

Pues bien, si ello es así, resulta una cuestión interesante plantearse qué *consecuencias* pueden derivarse de la aplicación de uno u otro criterio (*Morrison vs. Porsche*). No parece aventurado afirmar que de seguir este último criterio se planteará tarde o temprano la posibilidad de que las normas antifraude estadounidenses tutelen casos de opciones que cotizan en Nueva York sobre la base de un título valor que sólo cotiza en el extranjero – lo cual, por lo demás, no es en absoluto infrecuente –. En este sentido, se puede establecer un cierto paralelismo entre los swaps y las opciones desde el punto de vista económico puesto que en ambos casos se trata de derivados referenciados a un título valor inscrito en el extranjero. Cierto es que las opciones normalmente cotizan en un mercado negociado⁵⁹, y que por el momento los swaps no; pero en un futuro próximo, a la vista de la evolución de la regulación de los mercados, es previsible que sí lo hagan⁶⁰, por lo que la utilidad del criterio sentado en *Porsche* para resolver casos que afectan a las opciones y no sólo a los swaps es notable.

Entrando ya de lleno en otro ámbito sumamente relevante para la aplicabilidad y consecuencias del criterio sentado en el caso *Morrison*, merece la pena analizar, siquiera someramente, qué ocurre con las **transacciones en mercados negociados extranjeros de títulos valores que están inscritos en un mercado negociado estadounidense**. En este sentido, conviene recordar que, de conformidad con la legislación estadounidense, cuando un emisor extranjero registra títulos valores con la SEC, tiene que inscribir todos los títulos de la misma clase. En consecuencia, cuando se inscriben *ADRs* en un Mercado de Valores

estadounidense normalmente deberá inscribirse en el mercado regulado un número aproximadamente equivalente de acciones normales u ordinarias al número de *ADRs* que se hayan inscrito, pese a que dichas acciones no van a cotizar en el mercado estadounidense.

Planteado así el escenario, pudiera cuestionarse si dicha inscripción o *listing* equivalente de acciones resulta suficiente para que, de conformidad con el criterio establecido en *Morrison*, se obtenga la protección de la legislación estadounidense. Ello equivaldría a indicar que, de esta manera, todos los títulos en todos los mercados, ya sean nacionales o extranjeros, están cubiertos por la regla antifraude – lo cual, de nuevo, parece arrojar consecuencias excesivamente expansivas –. Pues bien, en principio, ciertos pasajes en la sentencia del caso *Morrison* parecen sólo requerir que las acciones del emisor estén registradas en el mercado estadounidense para sostener que EE. UU. tiene jurisdicción sobre toda la negociación que tenga lugar en el mundo entero. No obstante, todos los tribunales (inferiores) que hasta el momento han considerado esta cuestión, coinciden en que el ponente – *Scalia* – de la decisión de la Corte Suprema en *Morrison* cometió un “error de redacción” – cuestión realmente sorprendente debido al ponente en cuestión – y que en realidad quiso decir que las acciones debían cotizar – y no sólo estar registradas – en el mercado estadounidense para que un tribunal estadounidense tuviera jurisdicción sobre la base de la regla antifraude.

La realidad de los mercados financieros no ha hecho esperar mucho a los operadores jurídicos para tener que decidir qué lectura de la redacción de la sentencia *Morrison* debe prevalecer. En este sentido, el caso *In Re Vivendi Universal SA Sec. Lit.*⁶¹, ha recibido y está recibiendo una importante atención a estos efectos. Al comienzo de este largo y complejo caso, el órgano judicial inferior estableció que unas 500 acciones ordinarias de Vivendi estaban cotizando en la NYSE para soportar el registro de un número equivalente de *ADRs* inscritas en ese *Exchange*. Ahora bien, también dejó sentado que, debido a que los *ADRs* retornaron a Europa, sólo 122 millones de *ADRs* seguían cotizando a finales del año 2000, dejando un exceso de 378 millones de acciones

59 Vid. en general, respecto del caso español, EMILIO DIAZ RUIZ, “La contratación en los mercados de futuros y opciones españoles”, en Fernando ZUNZUNEGUI PASTOR / ANTONIO HERNÁNDEZ-GIL (eds), *Derecho bancario y bursátil*, 2012, pp. 629 ss.

60 Un ámbito de indudable interés es el de las órdenes de compra generadas en EE. UU. pero ejecutadas en un mercado extranjero. En este campo se pueden producir diversas situaciones sumamente ilustrativas. Por ejemplo, qué ocurre si un inversor estadounidense recibe una propuesta en EE. UU. para comprar un título valor que cotiza en el extranjero, le indica a su bróker que compre un número determinado de esos títulos y el bróker pulsa el botón de “compra” en su ordenador de trading automatizado en EE. UU. para ejecutar una transacción en un mercado extranjero. Todas las decisiones judiciales recientes coinciden en que EE. UU. carecería de jurisdicción en ese caso, dado que caen fuera del ámbito de aplicación del test de *Morrison* [Vid. *Cornwell v. Credit Suisse Group*, 729 F. Supp. 2d 620 (S.D.N.Y. 2010); *Plumbers’ Union Local No. 12 Pension Fund v. Swiss Reinsurance Co.*, 2010 WL 3860397 Pág 9 (S.D.N.Y. October 4, 2010); *In re Vivendi Universal S.A. Sec. Litig.*, supra, Pág 10; *In re Alston S.A. Securities Litig.*, 741 F. Supp. 2d 469, 472 (S.D.N.Y. 2010)]. Parece existir un cierto acuerdo en que investigar si la decisión respecto de la inversión se tomó en EE. UU. sólo resucita en forma diluida el anterior test basado en la conducta.

61 2011 U.S. Dist. LEXIS 17514 Pgs. 45 - 46.

ordinarias que estaban registradas en el NYSE pero que no cotizaban en dicho mercado⁶². La Corte razonó de la siguiente manera:

*Asumiendo, a meros efectos argumentativos, que hubiera títulos de Vivendi que permanecieran registrados pero que estuvieran desconectados de los ADRs, ¿estaría comprendida por el test de Morrison una adquisición de dichos títulos por un emisor extranjero que cotiza en un mercado foráneo?*⁶³

El tribunal consideró que no, y ello debido a que el lugar en el que se adquirieron estos títulos registrados era el extranjero⁶⁴. Tres decisiones anteriores se han mostrado de acuerdo con el criterio del tribunal que decidió el caso *Vivendi*⁶⁵—y ningún tribunal se ha mostrado explícitamente en desacuerdo—. El tenor literal que emplea la Corte Suprema en el caso *Morrison* a veces utiliza el término “registrado” —un concepto que, de hecho, sólo puede predicarse del registro de una clase de títulos con la SEC— como equivalente a “cotizando” (*listed*)⁶⁶—; pero la lógica de la sentencia se viene abajo si se equiparan dichos conceptos. Más aún, a la vista de los hechos que dieron lugar al caso *Morrison*, resulta extremadamente improbable que el *National Bank of Australia* hubiera registrado sus acciones ordinarias con la SEC para soportar la emisión de los ADRs. Finalmente, incluso si un porcentaje muy reducido de los títulos de una compañía extranjera cotizan en EE. UU., resulta cuando menos cuestionable que los tribunales estadounidenses tengan jurisdicción sobre estos casos.

Por último, uno de los supuestos más controvertidos —sobre todo por su relación con estafas piramidales recientes— **es el de las compras y ventas a través de las fronteras cuando no están referidas a ningún mercado**. Así, las transacciones

en las que no se ven implicados los diversos mercados han permitido que surjan cuestiones referidas, la mayoría de las veces, a compradores establecidos en EE. UU. y vendedores que no lo están. Probablemente la decisión que ha prestado atención a esta cuestión con más sutileza es la dictada por la Juez SHIRA SCHLEINDLIN del distrito sur de Nueva York en el caso *In re Optimal U.S. Litigation*⁶⁷. En dicho caso se encuentran implicados diversos fondos gestionados por Banco Santander que invirtieron en la estafa piramidal de *Bernie Madoff*. Las solicitudes se cursaron desde EE. UU. pero las defensas argumentaron que la “venta” sólo se produjo cuando la suscripción de los acuerdos para los títulos de los fondos fue aceptada por un administrador independiente que se encontraba ubicado en Irlanda. Los demandantes replicaron que incluso si la venta se perfeccionó definitivamente con la aprobación por parte del administrador de Irlanda, los títulos fueron aun así emitidos desde Nueva York y el pago de los mismos se efectuó en cuentas bancarias en Nueva York. Al menos a los efectos de la petición de archivo del caso, la Juez SCHLEINDLIN consideró que la ubicación de la emisión era el criterio dominante —pese a que advirtió que podía opinar de manera diferente en caso de que se solicitara un procedimiento de decisión sumario (*Summary Judgment*) una vez completados los autos con información relevante⁶⁸. En el futuro, por tanto, la decisión más importante va a ser si la venta ocurre con la “aceptación” por parte del vendedor de la suscripción del comprador o si ocurre con la “emisión” de los títulos⁶⁹.

Ahora bien, por el contrario, **existen tres decisiones que, en casos sumamente similares, han optado por no aplicar la regla antifraude estadounidense**. Así, en primer lugar, debe mencionarse el caso *In re Banco Santander Securities Litigation*⁷⁰. Los hechos son sumamente similares al caso anterior, pero

62 Id. pág. 45

63 Id. pág. 46.

64 En concreto, el razonamiento empleado por el tribunal fue el siguiente: “*The Defendants argue that because “[a]ll four amended complaints assert claims based on Vivendi ordinary shares”—“which are not listed for trading purposes on any U.S. exchange”—the Court must dismiss the plaintiffs’ Exchange Act claims pursuant to Morrison. Mem. of Law in Supp. of Defs.’ Mot. for Partial J. on the Pleadings (“Defs.’ Mem.”) at 4–5 (Aug. 22, 2011) (ECF No. 1096). In opposition, the Individual Plaintiffs “refer the Court to” the arguments presented in the papers submitted by the Class Plaintiffs in response to a post-trial Court order for supplemental briefing regarding the effect of Morrison. Indiv. Pls.’ Mem. of Law in Response to Defs.’ Mot. for J. on the Pleadings Based on Morrison v. National Australia Bank (“Pls.’ Mem.”) at 1 (Sept. 9, 2011) (ECF No. 1098). The Individual Plaintiffs “further submit that Morrison was wrongly decided and look forward to a day when a future Supreme Court corrects the error,” id., and they “are optimistic that the SEC will recommend—and Congress will enact—legislation overruling Morrison,” id. at 2.*

The Court concludes that the Individual Plaintiffs’ Exchange Act claims must be dismissed. The Court has already rejected the Class Plaintiffs’ arguments in Vivendi II, see 765 F.Supp.2d at 527–34, and other courts in this District have come to similar conclusions about the meaning of Morrison, see, e.g., In re Royal Bank of Scot. Grp. PLC Sec. Litig., 765 F.Supp.2d 327, 336 (S.D.N.Y.2011); In re Alstom SA Sec. Litig., 741 F.Supp.2d 469, 472 (S.D.N.Y.2010).”

65 Vid. *In re Royal Bank of Scotland Group PLC Sec. Litig.*, 2011 U.S. Dist. LEXIS 3974 pág. 7 (S.D.N.Y. 2011); *In re Alstom SA Sec. Litig.*, 741 F. Supp. 2d 453 (S.D.N.Y. 2010); *Sgalambo McKenzie*, 731 F. Supp. 2d 453 (S.D.N.Y. 2010).

66 Vid. 130 S. Ct. 2869, 2885 nota al pie 10.

67 10 Civ. 4095 (SAS) (S.D.N.Y. Mayo 2, 2011).

68 Id. Pág 40–42.

69 Alguna decisión anterior parece haber compartido el criterio de la Juez SCHLEINDLIN, si bien evitó tener que pronunciarse con carácter definitivo Vid. *Anwar v. Fairfield Greenwich Ltd.*, 728 F. Supp. 2d 372, 405 (S.D.N.Y. 2010).

70 732 F. Supp. 2d 1305 (S.D. Fla. 2010).

con la diferencia de que los fondos de inversión estaban radicados en las Bahamas. En este sentido, los responsables de los fondos invirtieron en la estafa de *Madoff* y fueron demandados por inversores fundamentalmente sudamericanos. Los demandantes argumentaron que su intención era invertir en los fondos de *Madoff*, que operaba en EE. UU. y que supuestamente invertía en títulos cotizados en mercados estadounidenses. No obstante, el tribunal rechazó este argumento y consideró que la ubicación de la transacción – y no la intención de los inversores – era lo que primaba. Ahora bien, el tribunal nunca examinó la cuestión de cuál era la ubicación de la transacción; por el contrario, se centró en si el fondo estaba registrado de conformidad con la legislación de Las Bahamas y en el hecho de que, en consecuencia, la extensión de la legislación estadounidense interferiría con los reguladores extranjeros. Este planteamiento parece problemático, primero, porque acentúa excesivamente la interferencia regulatoria en un caso en el que la propuesta de compra se efectuó desde EE. UU. y no hubo ninguna actividad de *trading* en otro lugar que no fuera EE. UU.; en segundo lugar, no existía ninguna otra jurisdicción que tuviera algún punto de conexión con la transacción.

Los hechos en concreto de *Banco Santander*, si bien se refieren de manera muy sucinta en la decisión, concernían a un gestor de un fondo de Miami que solicitaba a inversores estadounidenses y que enviaba un contrato de inversión que debía ser firmado por el inversor. Estos contratos, una vez firmados por los inversores, sólo se tornaban legalmente vinculantes cuando a su recepción en EE. UU. eran aceptados por el *fund manager*. En otro caso, *Quail Cruises Ship Management Ltd. v. Agencia de Viagens CVC Tur Limitada*⁷¹, la demandante era una compañía de Las Bahamas que compraba todas las acciones de otra empresa de Las Bahamas – cuyo activo principal era un yate – a una empresa de Uruguay. A la demandante le solicitaron que efectuaran la compra varias entidades estadounidenses. Bajo el acuerdo de compra de participaciones, la firma del contrato de compraventa debía efectuarse en las oficinas de Miami del despacho de abogados *Holland & Knight*. Más aún, parece ser que así fue. Pese a ello, el tribunal consideró que, aun cuando el contrato se firmara en Miami, la compra y venta de las acciones aconteció fuera de territorio estadounidense. El tribunal justificó su decisión indicando que

la *ratio decidendi* de *Morrison* se vería mermada si la mera mención de que la firma del contrato debía realizarse en EE. UU. atrajera la jurisdicción estadounidense. Ahora bien, precisamente ése es el resultado que parece querer y favorecer *Morrison*.

Finalmente, una decisión sumamente interesante desde el punto de vista de la manipulación de mercado es la que recientemente ha recaído en el caso *Absolute Activist Value Master Fund Ltd. v. Homn*⁷². En este caso, los imputados, tanto estadounidenses como extranjeros, supuestamente defraudaron a varios fondos de inversión que gestionaban, obligándoles a invertir en *penny stocks*⁷³ que fueron manipulados gracias a un sistema básico de “*pump and dump*”⁷⁴. Estos fondos compraron directamente *penny stock* de los emisores en un proceso de colocación privada de títulos valores o *PIPE* (*private placement in public equity transactions*) que fueron estructurados como colocaciones privadas. Por el hecho de que los títulos valores no estaban registrados en ningún mercado estadounidense y que los inversores eran extranjeros – pese a que los imputados eran fundamentalmente ciudadanos americanos – el tribunal archivó el caso. En concreto indicó lo siguiente:

*“El caso que Ante Nos pende trata con inversores extranjeros y demandados nacionales y extranjeros en el contexto de unas transacciones privadas con títulos valores que no estaban inscritos en ningún US Exchange. Pues bien, este es el tipo de caso que parecía tener en mente la Corte Suprema cuando se pronunció en el asunto Morrison. Si se permitiera que este caso siguiera adelante sobre la base de la teoría de que cualquier transacción que se hiciera a través de EE. UU. cumple con el test de Morrison sería la antítesis funcional de la directriz que guía dicho caso. En todo caso, los demandantes se esforzaron considerablemente para evitar las regulaciones impuestas por la legislación federal en materia de títulos valores que resultan de aplicación a transacciones en mercados nacionales”*⁷⁵.

El tribunal, por tanto, parece haber pasado por alto el otro criterio de *Morrison*, que señala inequívocamente que las transacciones fuera de un mercado que acontecen dentro de EE. UU., están sometidas a la regla antifraude. En concreto, la Corte Suprema en *Morrison* indicó:

71 732 F. Supp. 2d 1245 (S.D. Fla. 2010).

72 2010 WL 5415885 (S.D.N.Y. 2010).

73 Se denomina *Penny Stocks* a las acciones de empresas de poca capitalización bursátil que operan a precios bajos fuera de los mercados regulados americanos. Estos activos son generalmente considerados como altamente riesgosos y especulativos, debido a su poca liquidez, gran diferencial (*spread*) entre precio de compra y precio de venta, poca capitalización y bajo desglose de información de los emisores.

74 Estrategia de “hinchar y pinchar”. El inversor compra primero, dando señales engañosas y vende una vez el precio ha subido como consecuencia de la entrada de los inversores engañados, provocando un fuerte descenso del precio.

75 2010 WL 5415885, p. 5.

“La atención de la Ley del Mercado de Valores no se centra en el lugar en el que se produce el engaño, sino en si las compras y ventas han tenido lugar en EE. UU.”⁷⁶.

Por lo general, la regla antifraude 10(b)5 se ha aplicado a supuestos de procesos de colocación privada de títulos valores, y no hay nada en *Morrison* que indique que la Corte quiere echar marcha atrás en dicho planteamiento. Si bien, la decisión no se centra en el lugar de emisión, todos los emisores de *penny stocks* parecen haber sido empresas estadounidenses; por tanto, que se hayan emitido para fondos radicados en EE. UU. parece más que probable.

2.5 La reacción del congreso estadounidense: la sección 929 P de la Ley Dodd-Frank

De manera inmediata a dictarse la sentencia por la Corte Suprema en el caso *Morrison*, el congreso de los EE. UU. introdujo en la importante Ley *Dodd-Frank*⁷⁷ una provisión que pretendía contrarrestar los efectos de dicha sentencia. Como ocurre habitualmente en EE. UU., el Congreso, frente a una decisión judicial que no responde a los parámetros que considera apropiados, reacciona rápidamente introduciendo una legislación que “corrige” la corriente sentada por la Corte Suprema. En este caso, la reacción fue introducir, con cierta celeridad, debido a los tiempos que se estaban manejando, la sección 929P.

Una de las primeras cuestiones que se observa en la misma es que tiene un profundo calado jurisdiccional, alejándose así del ámbito de aplicación de *Morrison* puesto que, como se ha señalado anteriormente, la Corte Suprema en dicha decisión indicó explícitamente que no se trataba de una cuestión de jurisdicción sino del ámbito de aplicación de una determinada regla antifraude. Por lo tanto, una primera lectura de dicha nueva regulación pudiera llevar a afirmar que no va a desplegar ningún efecto más allá del caso *Morrison*.

Ciertamente, se ha pretendido dar como explicación que el lenguaje utilizado en dicha regulación constituye un error del Legislador puesto que desde luego pretendía limitar el

impacto de la sentencia en el caso *Morrison*, ampliando el número de supuestos que deberían dilucidar los tribunales estadounidenses respecto de casos que implicaran alegaciones de vulneración de la regla antifraude. El motivo, en principio, que cabría interpretar para dicho proceder es que, pese a lo establecido por la Corte Suprema, lo cierto es que los tribunales inferiores, incluidas las poderosas Cortes de Apelaciones, venían tratando esta cuestión bajo el epígrafe de jurisdicción. Por tanto, si el Legislador quería obtener la máxima efectividad posible, resultaba coherente que pretendiera influir en los tribunales que más sentencias van a dictar sobre el particular abordando la cuestión en el epígrafe en el que ellos habitualmente tratan esta cuestiones.

Como probablemente no podía ser de otra manera, el regulador estadounidense, la SEC, ha considerado que, con independencia de si se trata de una cuestión de jurisdicción o de extensión de las reglas materiales de imputación, la sección 929P de la Ley *Dodd-Frank* ha venido a reinstaurar los antiguos tests de la conducta y los efectos⁷⁸. Pero lo cierto es que hoy por hoy existe un importante problema, al haberse pronunciado la Corte Suprema indicando que los tribunales estadounidenses sí tenían jurisdicción en estos casos (si bien la regla antifraude no podía aplicarse al exceder su ámbito de aplicación) y reafirmar dicha sección de la Ley *Dodd-Frank* que, efectivamente, los tribunales de dicho país sí tienen jurisdicción. Vendría a ser, exclusivamente, una reiteración de lo indicado por la Corte; pero eso no soluciona el problema que previsiblemente pretende solventar el Legislador y la propia agencia estadounidense. Y es que los tribunales inferiores ya se están pronunciando en el sentido de denegar la extraterritorialidad de la normativa estadounidense sobre mercados de valores sobre la base del dictado de la sentencia en el caso *Morrison*⁷⁹.

La previsión contenida en la Ley *Dodd-Frank* indica que “la conducta acontecida en los EE. UU. debe constituir un paso significativo en el camino hacia la vulneración de la norma”. Ello se puede interpretar, quizás, como algo más que una contribución a la vulneración de la norma. Por lo que se refiere a los efectos, la regla considera que los efectos

76 *Morrison*, 130 S. Ct. 2869, p. 2884.

77 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act), Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010). En general, sobre las nueva normativa legal y reglamentaria norteamericana derivada de la crisis financiera, vid. el excelente análisis de EMILIO DÍAZ RUIZ, “Nueva normativa legal y reglamentaria norteamericana derivada de la crisis financiera”, en *Revista de derecho bancario y bursátil* 28 (2009), pp. 221 ss.

78 Ello ha sido evidente en uno de los casos más comentados de los últimos tiempos: *SEC v. Goldman Sachs*. A este respecto se puede consultar el escrito presentado por SEC oponiéndose a la petición del imputado Francois Tourré de que el tribunal se pronunciara directamente sobre el fondo del asunto. Vid. *Memorandum of Law in Opposition to Defendant Tourré’s Motion for Judgment on the Pleadings* p. 7 n.1, *SEC v. Goldman Sachs & Co. (SEC v. Tourré)*, 10 Civ. 3229 (S.D.N.Y. Oct. 13, 2010), 2010 WL 4530690.

79 *Norex Petroleum Ltd. v. Access Indus., Inc.*, 631 F.3d 29 (2º Cir. 2010) donde se hace expresa referencia a una presunción en contra de cualquier aplicación extraterritorial contenida en la sentencia de *Morrison*, y por tanto archivando un procedimiento judicial iniciado bajo el auspicio de la normativa RICO (*Racketeer Influenced and Corrupt Organizations*) de lucha contra el crimen organizado, que por cierto tiene tanto una dimensión civil como una penal.

deben ser “previsibles y sustanciales”, pero no indica que los mismos deben producirse sobre el mercado estadounidense o en sus inversores, o sobre transacciones con valores que acontezcan en territorio de EE. UU.. Sólo indica que los efectos deben darse “dentro de los EE. UU.”. En definitiva, la previsión introducida por la Ley *Dodd-Frank* puede interpretarse de tal forma que confirme la jurisdicción de los EE. UU. sobre casos en los que, según *Morrison*, ya existía; o, por el contrario, que amplíe supuestos de jurisdicción – eso sí, no indicando nada respecto de si la regla antifraude puede aplicarse a dichos supuestos –.

2.6 El futuro incierto: La protección del mercado primario, los proyectos de fusión entre mercados cotizados transnacionales y la potestad del regulador

Hasta aquí se ha analizado el impacto que ha tenido el caso *Morrison*, la dificultad de aplicar su criterio rector en determinados supuestos, y la reacción que ha tenido el Congreso estadounidense para tratar de circunvenir los efectos derivados de dicho pronunciamiento. Ahora bien, más allá de la intensa discusión que ha generado dicho supuesto, existen al menos tres ámbitos que suscitan importantes dudas sobre el ámbito de protección que en el futuro se dispensará a los mercados financieros frente a conductas transnacionales. Para finalizar este capítulo conviene repasar algunos de estos contextos, advirtiendo que, sin lugar a dudas, serán objeto de atención en los años venideros.

En primer lugar, debe aclararse que las anteriores reflexiones sobre el caso *Morrison* se circunscriben al mercado secundario toda vez que la regla antifraude debatida no era otra que la conocida 10(b)-5 de la Ley de 1934. Ahora bien, resulta lógico plantearse si la interpretación que ha realizado la Corte Suprema respecto del alcance de esta máxima resulta igualmente aplicable al mercado primario y a las reglas antifraude contenidas en la Ley de 1933. En efecto, dicha legislación ofrece una serie de parámetros que parecen abogar por una inclusión en su marco de protección de conductas que la regla antifraude de 1934 excluye de conformidad con el criterio de *Morrison*. En este sentido, las máximas contenidas en las secciones 5(b) y 5 (c) de la Ley de 1933 prohíben ofertas fraudulentas a inversores americanos, pudiendo considerarse la utilización de material escrito un “prospecto” a los efectos de la Ley. Esta conducta, en consecuencia, confiere a los inversores el derecho a rescindir el contrato sobre la base de la sección 12(a)(1) de la Ley de 1933 y

recuperar en virtud de la sección 12(a)(2) su inversión frente a las personas que estuvieran involucradas en el ofrecimiento fraudulento. Conclusiones similares pueden alcanzarse sobre la base de la *Williams Act*,⁸⁰ que centra la atención en la oferta (*offer*) y no en la venta⁸¹.

En segundo lugar, todas las consideraciones anteriores resultan especialmente relevantes a la luz del intento de fusión que tuvo lugar recientemente entre la Bolsa de Nueva York (NYSE) y la *Deutsche Börse*. Y es que, en caso de que se hubiera producido dicha fusión – no descartable en el futuro – y se consolidara su negociación fuera de territorio estadounidense, una lectura literal de los principios sentados en *Morrison* daría como resultado que incluso las transacciones entre compradores americanos y vendedores americanos se encontraría fuera del ámbito de aplicación de la regla antifraude. Precisamente dicha posibilidad, junto con el hecho de que surjan limitaciones similares a la de *Morrison* al interpretar en el futuro la protección del mercado primario, parecen indicar que se llevarán a cabo esfuerzos para establecer mecanismos transnacionales de protección de los mercados financieros. En este sentido, aunque finalmente no se ha producido la fusión y el *trading* de la NYSE no se ha transferido fuera de EE. UU., existen importantes problemas porque cada vez hay más competencia entre mercados cotizados para atraer a las diversas empresas y ello implica que el *trading* se está convirtiendo en un fenómeno global. Como se ha indicado al comienzo, movidos por la obligación de buscar las mejores condiciones de transacción posibles, los *brokers* pueden verse obligados a mover sus transacciones fuera de EE. UU.

Finalmente, y en tercer lugar, a la vista de la importante delegación normativa que ha efectuado la Ley *Dodd Frank* a favor de las agencias reguladoras, resulta altamente probablemente que la SEC establezca con mayor asiduidad reglas destinadas a determinar el ámbito de protección de las normas estadounidenses en esta materia. Ciertamente, con anterioridad al caso *Morrison*, el tema de la aplicación extraterritorial de las reglas antifraude parecía, como hemos notado anteriormente, un problema de competencia por razón de la materia de los tribunales federales. Sin embargo, después de esta sentencia, está claro que no es un problema principalmente de competencia por razón de la materia. De ahí que resulte plausible que, pese a los problemas fundamentales que supone que agencias reguladoras adquieran

80 Ley de 1968 por la que se modifica la Securities and Exchange Act de 1934 [15 U.S.C.A. § 78ª y siguientes].

81 Vid. de manera completa las reflexiones de RICHARD A. GROSSMANN, “*Morrison v. National Bank of Australia and the Securities Act of 1933*”, 2013 [disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2307710>]; vid. asimismo DAVID HE, “Beyond Securities Fraud: The Extraterritorial Reach of US Laws after *Morrison v. NBA*”, *Colum. Bus. L. Rev.* 148 (2013); ROBERT J. GIUFFRÀ, “The Extraterritorial Reach of US Securities Law After *Morrison v. National Bank of Australia*”, 2011 [disponible en: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2011/10/13/the-territorial-reach-of-u-s-securities-laws-after-morrison-v-national-australia-bank/>].

facultades *quasi* legislativas – vulnerando así el principio de legalidad – la SEC comience a definir en qué casos se considera que una transacción es realmente extraterritorial sin punto de conexión alguno con EE. UU.

La nueva realidad a la que se enfrentan los reguladores, incluida la SEC, resulta sustancialmente diferente al *statu quo* anterior por lo que el interés que pueda tener el organismo supervisor estadounidense en la persecución de este tipo de conductas conllevará una declaración en un sentido o en otro. En EE. UU., como es conocido, se ha producido una deferencia importante por parte del legislativo al ejecutar en determinados ámbitos, como se estableció en el caso *Chevron*.⁸² Ahora bien, en el ámbito que ahora nos ocupa, no parece que semejante estándar de deferencia absoluta pueda ser invocado. En efecto, el criterio sentado por la Corte Suprema en *Morrison* apunta claramente hacia una presunción en contra de la aplicación extraterritorial de la norma, por lo que el regulador no debe, en puridad, desconocer semejante indicación. Ahora bien, tampoco puede desconocerse igualmente que determinados académicos como ERIC POSNER y CASS SUNSTEIN⁸³ -entre otros⁸⁴ - han argumentado de manera sumamente convincente que en cuestiones relacionadas con el Ministerio de Exteriores y Seguridad Nacional debe establecerse una delegación equivalente a la sentada en el caso *Chevron*.

3. El ordenamiento europeo como sistema de protección transnacional de los mercados financieros

3.1 Introducción: El periodo de crisis financiera 2008-2012 y la necesidad de una protección europea de los mercados financieros

No parece aventurado afirmar que con el periodo 2008-2012 de la crisis financiera se produce un antes y un después en la percepción que la ciudadanía, en general, y la clase política, en particular, tienen de la Unión Europea⁸⁵. Ciertamente es que en determinados momentos – probablemente más de los deseables – se ha percibido a Bruselas como un Leviatán lejano. Pero, sin duda, el hecho de que varios EE.MM. hayan sido “rescatados” por la Unión Europea⁸⁶ – eso sí, con la obligación de adopción de medidas de austeridad extremas – ha provocado que se haya hablado y reflexionado sobre Europa más desde mayo de 2010 que en los cincuenta años anteriores.

La actual situación económica y política europea parece haber proporcionado una mayor legitimidad a la intervención de la Unión Europea derivada, probablemente, de la necesidad de la misma. Si bien los riesgos de desintegración están más presentes que en ningún momento pasado⁸⁷, lo cierto es que, paradójicamente, la tendencia hacia la unificación y la transferencia de

82 Vid. *Chevron USA, Inc. v. NRDC*, 467 U.S. 837 (1984).

83 ERIC A. POSNER / CASS R. SUNSTEIN, “Chevronizing Foreign Relations Law”, *YALE L.J.* 116 (2007), pp. 1170 ss.; CASS R. SUNSTEIN, “Administrative Law Goes to War”, *HARV. L. REV.* 118 (2005), pp. 2663 ss..

84 CURTIS A. BRADLEY, “Chevron Deference and Foreign Affairs”, *VA. L. REV.* 86 (2000), pp. 640 ss. Vid. también DEBORAH N. PEARLSTEIN, “After Deference: Formalizing the Judicial Power for Foreign Relations Law”, *U. PENN. L. REV.* 159 (2011).

85 Vid. el interesante índice del WORLDWIDE INDEPENDENT NETWORK OF MARKET RESEARCH, *WIN Crisis Index, 2nd Wave of the Worldwide Barometer of the Financial Crisis*, 2009 [accesible en: http://www.bva.fr/data/actualite/actualite_fiche/166/fichier_win_crisis-2-apr2009dbefe.pdf]

86 Sobre la polémica acerca del rescate bancario y de los propios países vid. Vid. entre muchos otros, HARRY HUIZINGA / BALINT HORVÁTH, “Does the European Financial Stability Facility Bail Out Sovereigns or Banks? An Event Study”, *European Banking Center Discussion Paper No. 2011-031*. No obstante, en la actualidad se está discutiendo en el Tribunal Constitucional alemán la posible infracción de los Tratados Europeos por parte de las autoridades europeas sobre la base de las manifestaciones que realizó el Presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, el 26 de julio de 2012 en el sentido de que haría “lo que fuera necesario” para preservar la estabilidad de la Eurozona y el consiguiente programa de compra de bonos por parte del Banco Central Europeo. Si bien a la fecha del cierre de este trabajo no existe una resolución al respecto, lo cierto es que en tiempos aún más recientes Mario Draghi, el 25 de junio de 2013, ha vuelto a incidir en la cuestión por medio de su discurso “Stable Euro, Strong Europe” [disponible en: http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130625_1.en.html], al anunciar que seguirá protegiendo el Euro para asegurar la fortaleza de Europa.

87 El riesgo de desintegración también se produce como consecuencia de la presión que determinados mecanismos financieros tienen en el EE.MM. – Alemania - que está soportando gran parte de la asimetría financiera bancaria generada a partir de 2007. Así, resulta ilustrativo que el conocido sistema *Target2* ha producido que la sobreaportación del Banco Central Alemán haya escalado de prácticamente 0 (2007) hasta 700.000 millones de Euros (2013). No obstante la interpretación de lo que significa esa sobreaportación no es clara [en cualquier caso, se ha mostrado que no es realmente indicativo de la exposición al riesgo de pérdida económica que padece Alemania WILLEM H. BUIJTER / EBRAHIM RAHBARI, “Target2 Redux: The simple accountancy and slightly more complex economics of Bundesbank loss exposure through the Eurosystem”, *CEPR Discussion Paper 9211* (2012)]. Por un lado, ciertos autores consideran que este balance responde a una suerte de financiación [fundamentalmente SINN / WOLLMERSHÄUSER, “TARGET loans, current account balances and capital flows: The ECB’s rescue facility”, *International Tax and Public Finance*, 19 (2012), cuyo trabajo generó una fuerte discusión en el momento de publicarse como *Working Paper*]. Por otro lado, se ha considerado que es uno de los síntomas evidentes del balance resultante de los pagos generados por la crisis [MODY / BORNHORST, “TARGET imbalances: Financing the capital-account reversal in Europe”, *VoxEU*, 7 (2012); BINDSEIL/KÖNIG; “TARGET2 and the European sovereign debt crisis”, *Kredit und Kapital*, 45 (2012), pp. 135 ss.]. Por su parte, el Grupo de Expertos Económicos Europeos ha sostenido una posición un tanto intermedia notando que si bien Grecia y Portugal financiaron sus déficits en cuenta corriente como consecuencia de la crisis (del 2008 al 2010) por el sistema de *Target2*, otros países como Irlanda y España sólo financiaron una parte relativamente pequeña de su déficit por este mecanismo [*The EEAG Report on the European Economy “The European Balance-of-Payments Problem”*, *CESifo*, 2012, pp. 57 ss.]. No obstante, entendemos que la opinión más autorizada (y la más relevante desde el punto de vista del presente trabajo) es la expresada por el *Bank for International Settlements*: “Flows of funds suggest that 2012’s last leg up in TARGET2 balances reflected something more akin to a *currency attack* than current

soberanía de los EE.MM. a la UE se ha intensificado notablemente. No es de extrañar que el mayor ámbito de transferencia soberana haya residido en el sector bancario y financiero⁸⁸.

Esto es, parece que ante la disyuntiva entre desintegración y unificación, la fuerza de los acontecimientos ha decantado, por ahora, la balanza hacia la segunda. Por supuesto, este proceso no ha sido gradual y, además, dista de haberse consolidado. Pero parece igualmente evidente que ante la amenaza de los mercados financieros internacionales, los EE.MM. – principalmente los de la Eurozona – han preferido mantenerse unidos a probar suerte individualmente⁸⁹. Pese a los sacrificios que la apuesta por Europa ha supuesto, los riesgos inherentes a la salida de Europa – de nuevo, principalmente de la Eurozona – eran tan mayúsculos como inciertos⁹⁰.

La intervención europea en la soberanía nacional no sólo ha afectado a la parcela económica; la vida política de varios EE.MM. ha experimentado un intervencionismo europeo sin parangón – lo cual era inimaginable hace pocos años –.⁹¹ Desde la designación europea de los dirigentes de algunos EE.MM. afectados por la crisis hasta el control generalizado de los presupuestos de varios EE.MM. – con el consiguiente coste político

local – y la imposición de reducciones drásticas del déficit como condición para la recepción de fondos europeos, la Unión Europea ha estado y está más presente que nunca en la vida de los ciudadanos y políticos de los EE.MM.

En este contexto, parece razonable que el Derecho penal europeo se vea arrastrado por la nueva ola europea. La tradicional vinculación del *ius puniendi* a la soberanía hace que resulte lógico que una transferencia de soberanía conlleve una transferencia del Derecho penal. La consabida posición del Derecho penal como bastión irreductible de la soberanía estatal parece abdicar poco a poco a favor del *ius puniendi* europeo. Ello no resulta extraño toda vez que la paulatina reforma del sistema financiero europeo no puede excluir, en puridad, una protección penal europeizada del mismo.

Ahora bien, dicha intervención europea en el Derecho penal debe entenderse en el marco de la estructura propia de la Unión Europea. Hoy por hoy, el federalismo europeo no puede entenderse como federalismo estatal – la UE no es un estado – sino como federalismo supranacional⁹². El Tratado de Lisboa avanza en la consolidación del federalismo europeo⁹³, pero ello no implica que la esencia de la estructura europea haya sufrido una mutación tan radical como para afirmar la existencia de un

account financing or credit reversal" [STEPHEN G CECCHETTI / ROBERT N MCCAULEY / PATRICK M MCGUIRE, "Interpreting Target2 balances", *BIS Working Papers* 393 (2012), p. 14]. En cualquier caso, parece que una conclusión resulta evidente: la financiación del déficit en cuenta corriente que anteriormente estaba dispensada por el sector privado, se detuvo bruscamente a partir del año 2007 como consecuencia de la crisis financiera [por todos RAPHAEL AUER, "What Drives Target2 Balances? Evidence from a Panel Analysis", *CESifo Working Paper No. 4216* (2013)]. Desde una perspectiva jurídico-penal vid. el interesante análisis de BERND SCHÜNEMANN, "Die Target 2-Salden der Deutschen Bundesbank in der Perspektive des Untreuetatbestandes", en: *ZIS* 4/2012, pp. 84 ss., considerando que, en determinadas circunstancias, podrían concurrir los presupuestos de la administración desleal.

- 88 Sobre el supervisor bancario europeo [*European Banking Authority*], vid. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_501_en.pdf y el REGLAMENTO (UE) N° 1092/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 24 de noviembre de 2010 relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico. DOUE 15.12.2010 L331/1. Sobre la relación del Banco Central Europeo con la Junta Europea de Riesgo Sistémico vid. la Decisión del Consejo de 17 de noviembre de 2010 por el que se encomienda al Banco Central Europeo una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico. DOUE 15.12.2010 L 331/162. En torno a la necesidad de un supervisor bancario único vid. ELLIS FERRAN / VALIA S.G. BABIS, "The European Single Supervisory Mechanism", *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper* 10/2013. Sobre los diferentes mecanismos – *European Financial Stabilization Mechanism (EFSM)*, *European Financial Stabilization Facility (EFSF)* y el *European Stability Mechanism (ESM)* – , vid. RODRIGO OLIVARES-CAMINAL, "The EU Architecture to Avert a Sovereign Debt Crisis", *OECD Journal : Financial Market Trends* 2 (2011).
- 89 Vid. las ácidas reflexiones de MIROSLAV N. JOVANOVIĆ, "Was European Integration nice while it lasted?", *Journal of Economic Integration* 28 (2013), pp. 1 ss., especialmente 20 ss.
- 90 Cfr. no obstante STEFAN KAWALEC / ERNEST PYTLARCZYK, "Controlled Dismantlement of the Euro Area in Order to Preserve the European Union and Single European Market", *German Economic Review* 14 (2013), pp. 31 ss., abogando por un desmantelamiento ordenado de la Eurozona para evitar las consecuencias negativas de un sostenimiento de la actual situación.
- 91 En líneas generales se puede observar una diferencia de criterio importante entre el posicionamiento de los dos bloques occidentales frente a la crisis financiera. Por un lado, la política económica estadounidense, liderada por la reserva federal, ha sido inyectar masivamente liquidez en la economía; por otro lado, la aproximación europea ha consistido en política de austeridad. A la vista de los resultados inmediatos de ambas políticas, da la impresión de que la primera de ellas ha permitido una menor repercusión de los efectos de la crisis en la población; sin embargo, todavía dista mucho de existir consenso respecto del éxito de uno y otro planteamiento en una estrategia a más largo plazo. En general, crítico con el planteamiento europeo – que, en su opinión, amenaza la existencia misma de la Eurozona – vid. GEORGE SELGIN, "Incredible Commitments: Why the EMU is Destroying Both Europe and Itself", *Cato Journal* 33 (2013), pp. 143 ss.
- 92 Sobre el particular y su incidencia en un Derecho penal federal supranacional europeo vid. CARLOS GÓMEZ-JARA DÍEZ, *European Federal Criminal Law*, (próxima aparición en 2014). Para una aproximación reciente al Derecho penal europeo como Derecho penal transnacional fuerte vid. SERGIO ROMEO, "Un nuevo modelo de Derecho penal transnacional: El Derecho penal de la Unión Europea tras el Tratado de Lisboa", *Estudios Penales y Criminológicos* vol. XXXII (2012) pp. 313 ss., argumentando que una criminalidad transnacional demanda un Derecho penal transnacional que impida lagunas de impunidad y coincidiendo en que el Derecho penal europeo puede tildarse de Derecho penal federal supranacional.
- 93 Vid. CRISTEA RODICA-CORINA, *The Lisbon Treaty, a new step to federalism?*, 2011, tomando como referencia el federalismo de los Estados Unidos. Vid igualmente ANNA KOCHAROV, "Subsidiarity after Lisbon: Federalism without a purpose?", FRANÇOIS-XAVIER MILLETTS ET AL. (eds.), *Deconstructing EU Federalism Through Competences*, 2011.

Estado federal europeo. Ello influye decisivamente en lo que puede razonablemente esperarse de los nuevos instrumentos legislativos europeos⁹⁴.

En este sentido, la protección penal europea se asemeja más a una estructura heterárquica que jerárquica. En última instancia, la inexistencia de una verdadera jurisdicción europea implica que los órganos encargados de proporcionar la protección penal conformen una estructura *sui generis* respecto a lo que resulta habitual en las Uniones federales de Estados. Los parlamentos de los EE.MM. tienen que transponer la legislación europea, los Fiscales nacionales tienen que velar por la persecución efectiva de las infracciones de dicha legislación, y los órganos judiciales nacionales tienen que imponer las consecuencias derivadas de dichas infracciones. Así, hoy por hoy, la Unión Europea no ostenta un verdadero *ius puniendi* europeo.

Ciertamente, la estructura del Tratado de Lisboa avanza en la conformación de un genuino *ius puniendi* europeo. La posibilidad de que la UE establezca Directivas en materia penal (art. 83 TFUE), la previsión de un Ministerio Fiscal Europeo (art. 86 TFUE) y la potencial creación de un tribunal especializado en materia penal (art. 257 TFUE) proporcionan las bases para la conformación de un verdadero Derecho penal europeo. La propuesta de Directiva de sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado, así como la propuesta de reglas para el establecimiento de un Ministerio Fiscal europeo, avanzan decididamente en esta dirección⁹⁵.

Pero la apuntada tendencia no puede equipararse a un sistema integral de carácter federal de protección penal. Especialmente, se percibe un déficit respecto de las consecuencias derivadas del incumplimiento de los EE.MM. de su deber de tutela una vez que el marchamo "europeo" se hace visible en materias concretas. Así, si bien el incumplimiento de la obligación de transposición

de la legislación europea conlleva sanciones para el Estado Miembro, el incumplimiento de la obligación de persecución y sanción de las conductas concretas, no genera ninguna responsabilidad para dicho Estado. De hecho, el Estado no tiene incentivo alguno en llevar a cabo dicha persecución y sanción, toda vez que será considerado responsable civil subsidiario de las conductas perseguidas y sancionadas.

3.2 La competencia de la Unión Europea para proporcionar una protección penal de los mercados financieros

La competencia en materia penal de la Unión Europea es un tema tan controvertido como recurrente⁹⁶. El avance de la política criminal europea, no obstante, parece inexorable⁹⁷. En parte, da la impresión de que la política de hechos consumados se impone en los recientes acontecimientos. Pero en parte también la paulatina aparición de intereses intrínsecamente europeos junto a la adopción de una estructura más similar a la existente en los Estados federales dotan al movimiento europeo de una legitimidad que en tiempos anteriores parecía más atenuada.

En este sentido, el afianzamiento de un federalismo supranacional en el que las instituciones europeas juegan un rol más cercano al ciudadano europeo conlleva necesariamente que la legitimidad de ésta se vea acrecentada. Cuanto mayor sea la relación entre ciudadanía europea e instituciones europeas, mayor será la legitimidad del *ius puniendi* europeo. Así, en algún punto se tornará indispensable que los representantes de la ciudadanía europea sean elegidos directamente por ésta, y no de forma mediata.

Las fuentes de las que emana la competencia penal de la UE se encuentran expresamente previstas en el artículo 83 TFUE⁹⁸. Así, en primer lugar, resulta evidente el recurso a la necesidad de combatir la delincuencia transfronteriza grave como primer pilar sobre el que edificar las normas penales europeas.

94 En general, sobre los riesgos y oportunidad que crisis financiera supone para la Unión Europea vid. FRANCESCO CAPRIGLIONE / GABRIELE SEMERARO, "Financial Crisis and Sovereign Debt: The European Union between Risks and Opportunities", *Law and Economics Yearly Review* 2013.

95 Resulta conveniente notar que la citada propuesta de Directiva es consecuencia de las recomendaciones de un Grupo de Expertos que se constituyó como resultado de la crisis financiera [http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf].

96 Vid. por todos, en lengua española, MARTA MUÑOZ DE MORALES ROMERO, *El Legislador penal europeo: Legitimidad y racionalidad*, 2011, pp. 391 ss. con múltiples referencias a la literatura española y extranjera. Vid. igualmente VALSAMIS MITSILEGAS, *EU Criminal Law*, 2009, pp. 59 ss.; ESTER HERLIN-KARNELL, *The Constitutional Dimension of European Criminal Law*, 2011, pp. 29 ss, 62 ss. (analizando exhaustivamente el principio de la eficacia como fundamento competencial del Derecho penal europeo); JOACHIM VOGEL, "Die Strafgesetzgebungskompetenzen der Europäischen Union nach Art. 83, 86 und 325 AEUV", en KAI AMBOS (ed.), *Europäisches Strafrecht post-Lissabon*, 2011, pp. 41 ss.; HELMUT SATZGER, *Internationales und Europäisches Strafrecht*, 4ª ed. 2011, § 9.

97 Sobre el concepto de política criminal europea vid. CARLOS GÓMEZ-JARA DÍEZ, "Constitución europea y Derecho penal: ¿Hacia un Derecho penal europeo?", en MANUEL CANCIO MELIA (Coord.), *Derecho penal y política transnacional*, 2005, pp. 160 ss. En los últimos tiempos, una de las iniciativas más significadas en el ámbito académico es el Manifiesto sobre la política criminal europea [<http://www.crimpol.eu>] elaborado por destacados miembros de la academia europea.

98 Sobre dicho precepto y la distinción entre armonización autónoma (art. 83.1 TFUE) y la armonización accesoria (art. 83.2 TFUE) vid. MARTA MUÑOZ DE MORALES ROMERO, *El Legislador penal europeo: Legitimidad y racionalidad*, 2011, pp. 268 ss., 283 ss. con múltiples referencias.

Dicha competencia ya se ha empleado en reiteradas ocasiones a través de múltiples decisiones marco que, con la entrada en vigor del Tratado de Lisboa, se están convirtiendo en Directivas⁹⁹.

No obstante, en *segundo lugar*, existe otro fundamento de competencia que no puede ser equiparado exactamente con el anterior. Se trata de la necesidad derivada de armonizar políticas europeas y se recoge en el artículo 83.2 TFUE¹⁰⁰. Así, la génesis de dicho planteamiento puede encontrarse en el conocido caso de Comisión contra Consejo resuelto por el TJUE en su decisiva Sentencia de 13 de septiembre de 2005¹⁰¹. Con esta sentencia el TJUE daba un vuelco a la práctica habitual burocrática de Bruselas consistente en adoptar decisiones marco que contienen disposiciones relativas al Derecho penal sobre la base del artículo 34 TUE en relación con los preceptos 29 y 31 del mismo texto legal; es decir, sobre la base de la cooperación judicial – el entonces todavía tercer pilar –.

La disyuntiva en cuestión giraba en torno a una decisión marco del Consejo relativa a la protección del medio ambiente a través del Derecho penal y una propuesta de directiva de la Comisión también relativa a la protección del medio ambiente a través del Derecho penal. La decisión marco se aprobó el 27 de enero de 2003 apelando a la mentada base jurídica, sin haberse aprobado la Directiva. Ello motivó el correspondiente recurso de la Comisión (con apoyo del Parlamento) contra el Consejo, alegando, entre otras cuestiones, la inadecuación tanto de la base jurídica utilizada – que tendría que haber sido el artículo 175 TCE – como del procedimiento empleado – que hubiera debido ser el de codecisión, previsto en el precepto 251 del TCE –. Otra forma de plantear la cuestión es la siguiente: el TJCE debía pronunciarse sobre si la armonización jurídico-penal – al menos en dicho asunto – era o no una cuestión del primer pilar o del tercero y de si, efectivamente, se contaba con una base suficiente para que la Comunidad armonizara ciertas disposiciones penales.

Pues bien, ante esta situación el TJCE consideró que si bien las disposiciones relativas al Derecho penal

contenidas en la decisión marco – en concreto se trataba de los artículos 1 al 7 – “comportan una armonización parcial de la legislación penal de los Estados miembros, especialmente por lo que se refiere a los elementos constitutivos de diferentes infracciones penales contra el medio ambiente” y que “en principio, la Comunidad no es competente en materia de Derecho penal ni en materia de Derecho procesal penal” (§ 47), ello “no es óbice para que el legislador comunitario adopte medidas relacionadas con el Derecho penal de los Estados miembros y que estime necesarias para garantizar la plena efectividad de las normas que dicte en materia de protección medioambiental, cuando la aplicación por las autoridades nacionales competentes de sanciones penales efectivas, proporcionadas y disuasorias constituye una medida indispensable para combatir los graves atentados contra el medio ambiente” (§48). En su opinión, dichas armonizaciones jurídico-penales “tienen como objetivo principal la protección del medio ambiente y podrían haber sido adoptadas válidamente sobre la base del artículo 175 CE” (§ 51). Más aún, saliendo al paso de posibles objeciones que ya se han planteado reiteradamente en la doctrina penal europea respecto de la incompetencia penal de la Comunidad sobre la base de la última “coletilla” del artículo 280.4 – a saber: “dichas medidas no se referirán a la aplicación de la legislación penal nacional ni a la administración nacional de justicia” – señala el Alto Tribunal Europeo que de dichas “disposiciones no puede deducirse que, en el marco de la aplicación de la política medioambiental, deba excluirse toda armonización penal, por más que sea tan limitada como la que resulta de la Decisión marco, incluso cuando tal armonización sea necesaria para garantizar la efectividad del Derecho comunitario”¹⁰².

En lo que al objeto de este trabajo importa, resulta relevante indicar, de manera previa, que la propuesta de Directiva europea sobre sanciones penales aplicables al uso de información privilegiada y manipulación de mercado, que más adelante se analizará, se encuadra dentro de esta última fuente de competencia. La Directiva

99 Vid. al respecto, por todos, con amplias referencias MARTA MUÑOZ DE MORALES ROMERO, *El Legislador penal europeo: Legitimidad y racionalidad*, 2011.

100 *Cuando la aproximación de las disposiciones legales y reglamentarias de los Estados miembros en materia penal resulte imprescindible para garantizar la ejecución eficaz de una política de la Unión en un ámbito que haya sido objeto de medidas de armonización, se podrá establecer mediante directivas normas mínimas relativas a la definición de las infracciones penales y de las sanciones en el ámbito de que se trate.*

101 De acuerdo con este planteamiento MARTA MUÑOZ DE MORALES ROMERO, *El Legislador penal europeo: Legitimidad y racionalidad*, 2011, p. 283, apuntando, con razón, que posteriormente la ambición de la sentencia de 2005 fue recortada mediante la igualmente conocida decisión sobre la Euroorden del año 2007 [TJCE, sentencia de 3 de mayo de 2007, *Advocaten voor de Wereld v. Leden van de Ministerraad* (as. C- 303/05)]. En sentido similar, referido al ámbito de la protección de los mercados financieros, ESTER HERLIN-KARNELL, “White Collar Crime and European Financial Crises: Getting Tough on EU Markets Abuse”, *European Law Review* 37 (2012), p. 485.

102 Existen numerosos comentarios a esta sentencia. Así, por sólo citar algunos ejemplos vid. ESTRADA CUADRAS, “Via Libre al Derecho penal europeo. Comentario a la Sentencia del TJCE de 13 de septiembre de 2005”, en *Indret* 2006; FROMM, “Ius Puniendi: The Right of the Institutions of the EC to Protect the Financial Interests of the EU From Fraud”, *European Journal of Crime, Criminal Law and Criminal Justice* 16 (2008), pp. 131 ss.; SIRACUSSA, “Environmental Protection as a Trojan Horse of Criminal Law in the European First Pillar? A New Statement of the ECJ”, en: BASSIOUNI / MILLITELLO / SATZGER (eds.), *European Cooperation in Penal Matters: Issues and perspectives*, 2006.

es importante por muchos motivos: no sólo es el primer texto penal auspiciado exclusivamente bajo el Tratado de Lisboa, sino que la vía elegida es aún más novedosa. Incidiendo de nuevo en lo que se ha reseñado anteriormente, el artículo 83.2 TFUE no se centra en la lucha contra la criminalidad transnacional grave (artículo 83.1 TFUE) sino que la vía escogida por la Directiva es la necesidad de garantizar la ejecución eficaz de una política de la UE¹⁰³. Así, pese a que existen numerosos ámbitos que han venido siendo discutidos en los últimos tiempos como necesarios de armonización penal¹⁰⁴, ha sido una materia en principio un tanto alejada del núcleo del Derecho penal la primera escogida por la UE para dictar su primera Directiva en materia penal. Qué duda cabe, probablemente la crisis financiera y la necesidad de una respuesta contundente frente a la misma han influido extraordinariamente en la rápida tramitación de la citada Directiva, que contiene pronunciamientos en materia penal desconocidos hasta la fecha. No es casualidad que esta iniciativa de la UE se enmarque en el planteamiento “Hacia una política de Derecho penal de la UE: garantizar la aplicación efectiva de las políticas de la UE mediante el Derecho penal”¹⁰⁵ y se aleje entonces de, como indicamos, los parámetros de gravedad y carácter transnacional que tanto han marcado la promulgación de instrumentos legislativos europeos en la última década – si bien no en forma de Directiva –.

El hecho de que la UE haya considerado necesario promulgar una Directiva imponiendo sanciones penales en esta materia da una idea, sin duda, del interés europeo en proteger el propio Mercado de Valores. Se plantean, entonces, problemas de legitimidad no sólo respecto de qué materias debe regular un determinado ordenamiento

jurídico nacional, sino, en caso de que lo haga un ente organizativo superior como la UE, si éste cuenta con legitimidad democrática suficiente. O expresado de otra manera: en el primer caso se plantea la conveniencia y legitimidad de la aplicación extraterritorial de normas nacionales; en el segundo, en la legitimidad del establecimiento de sanciones penales por parte de una entidad supranacional.

Esta segunda cuestión es una vieja conocida de quienes se dedican al Derecho penal europeo, toda vez que desde hace años se cuestiona el déficit democrático de la UE¹⁰⁶. Las posiciones al respecto son sumamente conocidas y a estas alturas parece que la verdadera diferencia vendrá dada por la evolución política que sufra la UE como consecuencia de la crisis. Curiosamente, la respuesta europea frente a la crisis no ha sido trazada por líderes europeos en sentido estricto, sino por los líderes del eje franco-alemán. En este sentido, pese a que han sido numerosas las críticas al protagonismo de “Merkozy”¹⁰⁷, desde instituciones europeas – comenzando por el Presidente de la UE, Durao Barroso – y nacionales – terminando por Mario Monti – lo cierto es que en última instancia tanto la reforma de los tratados como los objetivos fijados han venido siendo trazados por el dúo en cuestión. Si en el futuro se aprobara la Directiva, como parece ser el caso, se habrá alcanzado un punto de inflexión en el escenario europeo relativo a esta materia¹⁰⁸.

3.3 La nueva política criminal europea

Por todo lo que se ha expuesto anteriormente, la iniciativa de tutelar los mercados financieros europeos se encuadra dentro de la reciente comunicación de la Comisión Europea de 29 de

103 No obstante, se pueden encontrar manifestaciones en la directiva que apuntan a la necesidad de intervención de la UE precisamente por el carácter transfronterizo que puede adquirir el abuso de mercado y el “forum shopping” o elección de la jurisdicción que puede acontecer con la situación regulatoria actual a nivel de los diversos estados miembros. Así, se indica expresamente: “El abuso de mercado puede producirse a escala transfronteriza y perjudica a la integridad de los mercados financieros, cada vez más integrados, de la Unión. Los planteamientos divergentes de los Estados miembros en cuanto a la imposición de sanciones penales a los delitos de abuso de mercado dejan cierto margen para que los autores de estos delitos puedan aprovechar a menudo los regímenes sancionadores menos severos. Esto socava tanto el efecto disuasorio de los distintos regímenes de sanciones nacionales como la aplicación efectiva del marco legislativo de la Unión en materia de abuso de mercado. Adoptar a nivel de la UE unas normas mínimas sobre las formas de abuso de mercado que se considera que constituyen conductas delictivas contribuye a solucionar este problema.” COM(2011) 654 final p. 5. Sobre los problemas que esta competencia representa en el ámbito del Derecho penal vid. JACOB ÖBERG, “Union Regulatory Criminal Law Competence after Lisbon Treaty”, *European Journal of Crime, Criminal Law and Criminal Justice*, 19 (2011), pp. 289 ss., quien considera que la armonización jurídico-penal no es “esencial” para la efectividad de las políticas europeas – en el sentido requerido por el artículo 83.2 TFUE –.

104 MARTIN BÖSE / KOCH, en: SIEBER / BRÜNER / SATZGER (eds.), *Europäisches Strafrecht*, 2011, §§, 17/2; SORGENFREI, en: PARK, *Kapitalmarktstrafrecht*, 2ª ed., 2008, Kap. 4/4 ss.; VOGEL en ASSMANN/SCHNEIDER, *WpHG*, previo al § 20/11 ss.

105 COM(2011) 573 final.

106 Vid. especialmente respecto del Derecho penal WOLFGANG FRISCH, “Konzepte der Strafe und Entwicklungen des Strafrechts in Europa”, GA 2009, p. 405; HELMUT SATZGER, *Internationales und europäisches Strafrecht*, 3ª ed., 2009, §§ 8/37, 40; CHRISTIAN SCHRÖDER, *Handbuch Kapitalmarktstrafrecht*, 2007, § 108. En España, por todos, MARTA MUÑOZ DE MORALES ROMERO, *El Legislador penal europeo: Legitimidad y racionalidad*, 2011, con múltiples referencias. Vid. igualmente JACOB ÖBERG, “Union Regulatory Criminal Law Competence after Lisbon Treaty”, *European Journal of Crime, Criminal Law and Criminal Justice*, 19 (2011), p. 289.

107 Vid. el ácido comentario del conocido periodista económico MARTIN WOLF en el *Financial Times* “Merkozy failed to save the Eurozone”, accesible en: <http://www.ft.com/cms/s/0/396ff020-1ffd-11e1-8662-00144feabd0.html#axzz2UxjsiuRU>.

108 Ello resulta más evidente si se toma en cuenta que el catalizador de gran parte de las reformas tanto nacionales como internacionales es la nueva percepción de la importancia del riesgo sistémico, especialmente para las entidades financieras [vid., con múltiples referencias LAMONT BLACK / RICARDO CORREA / XIN HUANG / HAO ZHOU, *The Systemic Risk of European Banks during the Financial and Sovereign Debt Crises*, 2013 [disponible en: http://www.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/con_040753.pdf].

septiembre de 2011, titulada *Hacia una política de Derecho penal de la UE: garantizar la aplicación efectiva de las políticas de la UE mediante el Derecho penal*¹⁰⁹. Se trata, en definitiva, de asegurar la implementación efectiva de determinadas políticas europeas¹¹⁰; entre ellas, la política europea sobre mercados financieros. Determinados pasajes de dicha comunicación resultan sumamente ilustrativos de la aproximación de la Unión Europea a esta materia¹¹¹:

- *El Derecho penal de la UE fomenta la confianza de los ciudadanos en el uso de su derecho a la libre circulación y de adquirir bienes o servicios a proveedores de otros Estados miembros, mediante una lucha más efectiva contra la delincuencia y la adopción de unas normas mínimas aplicables a los derechos procesales en los procedimientos penales, así como a las víctimas de delitos.*
- *Hoy en día, muchos delitos graves, incluso violaciones de la legislación armonizada de la UE, se cometen de forma transfronteriza. Así pues, existe un incentivo y la posibilidad para los delincuentes de elegir el Estado miembro con el sistema penal más clemente en determinados ámbitos de la delincuencia, a menos que un grado de aproximación de las legislaciones nacionales impida la existencia de tales “refugios seguros”.*
- *Las normas comunes refuerzan la confianza mutua entre las autoridades judiciales y los servicios represivos de los Estados miembros. Esto facilita el reconocimiento mutuo de las medidas judiciales puesto que las autoridades nacionales se sienten más cómodas reconociendo decisiones adoptadas en otro Estado miembro si las definiciones subyacentes de las infracciones penales son compatibles y si existe una aproximación mínima del nivel de sanción. Las normas comunes también facilitan la cooperación en cuanto a la utilización de medidas especiales de investigación en asuntos transfronterizos.*
- *El Derecho penal de la UE contribuye a impedir y sancionar los delitos graves contra la legislación de la UE en ámbitos importantes, tales como la protección del medio ambiente o el empleo ilegal.*

La comunicación de la Comisión Europea parece establecer una correlación entre derechos y obligaciones. En este sentido, parece razonable que se establezca una correlación entre los derechos que proporciona la Unión Europea – libre movimiento de capitales, personas y servicios – y la obligación de cumplir con la normativa europea. En caso contrario se estarían creando lagunas de punibilidad que, en última instancia, afectan a los intereses de todos los ciudadanos europeos¹¹². Así, las conductas que lesionan los mercados financieros europeos terminan afectando a la población europea – como se ha podido comprobar en estos últimos años –. En este sentido es en el que deben entenderse las palabras de la comisaria VIVIANE REDING “la manipulación de mercado no es un delito sin víctima (*victimless offense*)”¹¹³.

No parece aventurado afirmar que la crisis financiera ha provocado que las autoridades europeas hayan “repensado” el rol que tiene que desempeñar el Derecho penal en la implementación efectiva de las políticas europeas¹¹⁴. Este planteamiento, si bien se encontraba latente en las discusiones generalizadas sobre el *ius puniendi* europeo que se han referido con anterioridad, no había sido formulado con tanta claridad hasta que las consecuencias de la crisis financiera se han hecho absolutamente patentes.

3.4 La reciente Directiva sobre sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado

Sobre la base de este estado de la cuestión, no puede sorprender que la primera reacción de índole penal frente a la crisis financiera haya sido proponer una Directiva sobre sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado¹¹⁵. Si pasamos revista a la historia reciente sobre el desarrollo del Derecho penal europeo, resulta evidente que se ha pasado de un interés específico en la protección penal de los intereses financieros de la UE en los años noventa a la lucha contra la criminalidad transnacional a principios del siglo

109 COM(2011) 573 final.

110 Sobre la falta de claridad en los objetivos de la política criminal europea vid. KUBICIEL, “Die Finanzmarktkrise zwischen Wirtschaftsstrafrecht und politischem Strafrecht”, ZIS 2010, p. 742; MEYER, *EuR* 2011, pp. 169 ss. Especialmente intenso en las críticas, justificando así la creación de un manifiesto por parte de académicos del Derecho penal vid. HELMUT SATZGER, “Der Mangel an Europäischer Kriminalpolitik – Anlass für das Manifest der internationalen Wissenschaftlergruppe ‘European Criminal Policy Initiative’”, ZIS 2009, pp. 691 ss.; HELMUT SATZGER, *Internationales und Europäisches Strafrecht*, 4ª ed. 2011, § 9 nn.mm. 54 s.

111 COM(2011) 573 final, página 6.

112 Vid. las reflexiones de ESTER HERLIN-KARNELL, “Is the Citizen driving the EU’s criminal law agenda?”, en DOUGAN / SCHUIBHEN / SPAVENTA (eds.), *Empowerment and Disempowerment of the European Citizen*, 2012, Capítulo 9.

113 http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-963_en.htm

114 Sobre la afectación de esta nueva política criminal europea a los principios tradicionales del Derecho penal – especialmente el principio de legalidad y culpabilidad – vid. HERBERT LANDAU, “Strafrecht nach Lissabon”, *NStZ* 2011, p. 537.

115 COM(2011) 654 final. El 20 de octubre de 2011 la Comisión adoptó una propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. Dicha propuesta fue transmitida al Parlamento Europeo y al Consejo el 20 de octubre de 2011 y el Comité Económico y Social Europeo

XXI¹¹⁶. Sin embargo, en estos momentos parece haberse producido una vuelta a la preocupación por la tutela penal de los intereses intrínsecamente europeos, entre los que figuran claramente los mercados financieros.

Ello, no obstante, no significa en modo alguno que se haya dejado de prestar atención a la criminalidad transfronteriza. Lo que se pretende poner de relieve es que la crisis de la deuda soberana y la amenaza que supone para la Eurozona han mostrado claramente la necesidad de un sistema integral de protección penal de los mercados financieros en la UE. La diferencia, ahora, es que tras la experiencia de estos últimos años, las instituciones europeas no pueden dejar en manos de los EE.MM. la tutela efectiva de dicha protección¹¹⁷. Precisamente debido a la ausencia de una supervisión europea al respecto, el problema que actualmente azota a la UE se ha visto notablemente incrementado¹¹⁸. Sin lugar a dudas, la UE pretende adquirir un estatus de supervisor eficaz de las políticas europeas en este ámbito; pero sin la asunción de competencias reales en materia penal, el cumplimiento de sus objetivos parece, cuando menos, cuestionable.

Resulta notable que la primera propuesta de Directiva en materia penal de conformidad con las nuevas potestades que le confiere el Tratado de Lisboa haya sido en materia de información privilegiada y manipulación de mercado¹¹⁹. Durante la primera década del Siglo XXI, las instituciones europeas centran su atención en la lucha contra la trata de seres humanos, el tráfico de drogas, el blanqueo de capitales, etc. Pero con la entrada en vigor del Tratado de Lisboa, estos importantes objetivos parecen haber pasado a un plano

secundario – limitándose a transformar lo que eran decisiones marco en directivas – y se han centrado especialmente en la lucha contra aquellas formas de criminalidad que atentan contra el núcleo de los mercados financieros. Ello pone de manifiesto que la mayor preocupación de la UE consiste en implementar mecanismos para proteger a los mercados financieros europeos frente a conductas que, en última instancia, pueden desestabilizar la economía de los EE.MM. y amenazar la propia existencia de la Eurozona.

Una atenta lectura de la referida propuesta muestra el vínculo que la UE establece entre la protección penal de los mercados financieros y el tan deseado crecimiento de la economía europea. En este sentido, a lo largo del trabajo se referirá la vinculación existente entre *enforcement* penal y confianza de los inversores¹²⁰. Pero por el momento basta con repasar el tenor literal de la propuesta

*La Directiva tiene por objeto **augmentar la confianza de los inversores y la integridad de los mercados** (...)*¹²¹

*La Comisión Europea ha evaluado la aplicación de las normas nacionales por las que se transpone la Directiva sobre el abuso de mercado y ha detectado una serie de problemas que tienen **una repercusión negativa en la integridad de los mercados y la protección de los inversores**. (...)*¹²²

*El abuso de mercado puede producirse a escala transfronteriza y perjudica a la integridad de los mercados financieros, cada vez más integrados, de la Unión*¹²³

emitió su dictamen el 28 de marzo de 2012. Con posterioridad existe una Propuesta modificada de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las sanciones aplicables a las operaciones con información privilegiada (presentada de conformidad con el artículo 293, apartado 2, del TFUE) de 25 de julio de 2012 COM(2012) 420 final. Finalmente, el 4 de febrero de 2014 se ha aprobado definitivamente la citada Directiva, por lo que las reflexiones aquí contenidas son aplicables de *lege lata*.

116 Un repaso exhaustivo de dichos avances puede encontrarse en las contribuciones de múltiples autores al libro colectivo de ANDRE KLIP (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011.

117 En un sentido similar ESTER HERLIN-KARNELL, "White Collar Crime and European Financial Crises: Getting Tough on EU Markets Abuse", *European Law Review* 37 (2012), p. 484 indica que la crisis financiera ha puesto de manifiesto los déficits de eficacia de las anteriores directivas de abuso de mercado.

118 Vid. HARDOUIN, "The Aftermath of the financial crises: Poor Compliance and new risks for the integrity of the financial sector", *Journal of Financial Crime* 18 (2011), pp. 148 ss.

119 COM(2011) 654 final.

120 Escéptica respecto de esta vinculación ESTER HERLIN-KARNELL, *The Constitutional Dimension of European Criminal Law*, 2012, p. 185 quien considera que "no existe una clara conexión entre derecho penal y "confianza" en el mercado. Dicho de manera más concreta, no existe una relación meridiana entre el argumento de la confianza en el mercado y la necesidad de criminalizar conductas para aumentar dicha confianza". De hecho, el argumento final que utiliza dicha autora (p. 186) es que este tipo de movimientos constituyen una expansión criminalizadora (*overcriminalization*) que no debe aceptarse. En general, para esta autora el argumento de la confianza en el mercado es tan resbaladizo como el argumento de la efectividad [extensamente pp. 106 ss.] Sin embargo, su postura, basada en mayor medida en la carencia de legitimidad de instrumentos legislativos sobre el blanqueo de capitales basados en la confianza en el mercado no puede convencer. Y ello, fundamentalmente, porque la integridad del mercado financiero para atraer la confianza de inversores que permitan una financiación adecuada de empresas y Estados europeos se encuentra en un lugar diametralmente opuesto a la ratio disuasoria de la legislación antiblanqueo de capitales para actores económicos situados (al menos legalmente) extramuros del mercado de capitales.

121 COM(2011) 654 final, p. 2.

122 COM(2011) 654 final, p. 3.

123 COM(2011) 654 final, p. 5.

Un mercado financiero integrado y eficiente requiere integridad del mercado. El buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en los mercados son requisitos imprescindibles para el crecimiento económico y la riqueza. El abuso de mercado daña la integridad de los mercados financieros y la confianza del público en los valores y los instrumentos derivados.¹²⁴

Debido a los efectos adversos que las tentativas de realizar operaciones con información privilegiada y de manipulación del mercado tienen en la integridad de los mercados financieros y en la confianza de los inversores en ellos, **este tipo de conductas deben ser sancionables también como infracciones penales**¹²⁵.

Para garantizar la aplicación efectiva de la política europea destinada a asegurar la integridad de los mercados financieros establecida en el Reglamento (UE) nº... del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la información del mercado, los Estados miembros deben extender también la responsabilidad a las personas jurídicas, incluido, siempre que sea posible, la responsabilidad penal de las mismas¹²⁶.

Esta afirmación es resultado del análisis de impacto que llevó a cabo la comisión, una institución que concluyó que la legislación propuesta “tendrá una repercusión positiva en la confianza de los inversores y contribuirá a mejorar la estabilidad de los mercados financieros”. La citada reflexión se compadece bien con las conclusiones que previamente había deducido el Consejo respecto de la prevención de la crisis y el apoyo a la actividad económica. En las mismas se realiza la importancia de valorar si resulta necesario armonizar las leyes penales respecto de la manipulación de los precios de cotización y otros tipos de conductas ilícitas que afectan a los mercados financieros¹²⁷.

En este sentido, la propuesta legislativa europea subraya las diferencias que existen entre los ordenamientos jurídicos de los EE.MM. al respecto y que dichas situaciones crean oportunidades para que los delincuentes financieros se aprovechen del mercado europeo sin temor alguno a sanciones penales.

El reciente escándalo vinculado a la manipulación del LIBOR – tratado más adelante – ha incidido nuevamente en la necesidad de un sistema centralizado de protección penal frente a conductas que atentan contra el mercado financiero europeo. La Unión Europea parece haberse percatado ahora de las importantes deficiencias que existen para prevenir abusos por parte de las instituciones financieras de los propios EE.MM. La posible reacción penal de los ordenamientos nacionales no ha resultado suficiente. Tal y como VIVIANE REDING lo ha esbozado recientemente, la propuesta legislativa europea “pondrá fin a la a menudo demasiado ‘cómoda’ relación que a día de hoy existe entre los supervisores nacionales y los bancos en su Estado de origen”¹²⁸.

La reacción europea tras el escándalo no se ha hecho esperar, y se han remitido una nueva propuesta para la imposición de sanciones penales a este respecto sobre la base del artículo 83.2 TFUE.¹²⁹ La propuesta reformada incluye en su articulado la manipulación de índices – antes obviada – como conducta penalmente relevante. Da la impresión de que la necesidad de este tipo de enmiendas pone de manifiesto la dificultad de aprehender los ilícitos penales en el ámbito financiero. Más aún, de manera sumamente reciente, el Banco Central Europeo, en relación con esta Directiva, ha realizado las siguientes manifestaciones, tendentes a vincular estabilidad financiera con Estado de Derecho¹³⁰:

El BCE celebra las disposiciones de la Directiva MAD propuesta que definen unas normas mínimas

124 COM(2011) 654 final, p. 7.

125 COM(2011) 654 final, p. 9.

126 COM(2011) 654 final, p. 9.

127 Vid. Docs. 8920/10 de fecha 22.4.2010 y 7881/10 de fecha 29.3.2010.

128 Viviane Reding, “Amended Proposal for a Directive on Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation”, *Joint press conference with Commissioner Barnier/Brussels*, 25 de julio de 2012, SPEECH/12/569, at 3.

129 2011/0297 (COD). Vid. sobre esta vinculación las atinadas reflexiones de ESTER HERLIN-KARNELL, “White Collar Crime and European Financial Crises: Getting Tough on EU Markets Abuse”, *European Law Review* 37 (2012), pp. 485 ss, considerando que la citada directiva constituye un caso de estudio para determinar los límites de la competencia de la UE sobre la base del artículo 83.2 TFUE. Y ello, principalmente, puesto que el criterio aducido de incrementar la eficacia de las normas europeas se podría predicar de muchas otras materias que no están siendo objeto de armonización jurídico-penal. Cuestión diferente es que, como indica la citada autora, es que existen otras bases legislativas en el TFUE que pudieran servir de cimiento a la legislación europea en este ámbito, como son el artículo 114 TFUE (mercado interior) o el artículo 325 TFUE (intereses financieros europeos) [IBID., pp. 486 s.]. La autora no analiza esta segunda vía de legitimación penal, limitándose a indicar que la cuestión no es clara. Sin embargo, como ha puesto de manifiesto la crisis de la deuda soberana europea y las conductas que se han denunciado en relación con la manipulación de mercado – ataques de los cortos –, resulta sumamente razonable adoptar como base de la protección de los mercados financieros europeos las disposiciones que permiten una tutela de los intereses financieros europeos. Ello, sobre todo, si, como aquí se sostiene, se pretende dotar a los mercados financieros del máximo nivel de protección que permitiría un reglamento europeo (no descartado en el 325 TFUE y excluido en el 83.2 TFUE).

130 No obstante, como se ha indicado anteriormente, existen voces críticas respecto de la vinculación entre confianza en el mercado y legitimidad de la intervención penal.

sobre sanciones penales para las infracciones más graves relativas al abuso de mercado. Estas normas son esenciales para garantizar la eficacia y el éxito del marco legislativo, y, en consecuencia, la aplicación efectiva de la política de la Unión en la lucha contra el abuso de mercado. Además unos regímenes sancionadores iguales, fuertes y disuasorios contra los delitos financieros, así como su aplicación coherente y eficaz, son componentes esenciales del Estado de Derecho, al promover el mantenimiento de la estabilidad financiera.

Las declaraciones que en tiempos recientes se pronunciaron al respecto son sumamente ilustrativas de la clara voluntad de afirmar que las sanciones que hasta la fecha se contemplaban en los diferentes Estados Miembros, no protegían adecuadamente la política europea en materia de mercados de capitales. Así, en la exposición de motivos de la referida Directiva se contiene la siguiente afirmación:

El Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera en la UE llegaba a la conclusión de que los regímenes sancionadores de los Estados miembros eran, por lo general, débiles y heterogéneos.

Finalmente, se justificaba el carácter de *ultima ratio* del Derecho penal indicando que las sanciones administrativas eran insuficientes y que sólo la especial naturaleza cualitativa del Derecho penal permitía que la política de la UE en esta materia adquiriera la eficacia necesaria. Así se contienen en los antecedentes de la directiva dos afirmaciones extremadamente importantes a estos efectos:

Se ha comprobado que la adopción de sanciones administrativas por los Estados miembros es insuficiente para garantizar el cumplimiento de las normas destinadas a prevenir y combatir el abuso de mercado.

Es esencial reforzar el cumplimiento previendo unas sanciones penales que demuestren una desaprobación social de naturaleza cualitativamente diferente a la que denotan las sanciones administrativas. La tipificación como infracciones penales de las formas más graves de abuso de mercado introduce en la legislación unos límites claros que señalan que esas conductas se consideran inaceptables, y transmite a la población y a los potenciales infractores la seriedad con que los afrontan las autoridades competentes.

Tras esta serie de consideraciones introductorias, la Directiva detalla en su artículo 4 de manera específica las conductas que considera manipulación de mercado. El tenor literal del citado precepto reza como sigue:

Artículo 4 Manipulación del mercado

Los Estados miembros tomarán las medidas necesarias para asegurarse de que las siguientes conductas constituyan una infracción penal cuando se cometan intencionadamente:

- (a) Transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero o de un contrato al contado de materias primas relacionado con él.*
- (b) Fijar el precio de uno o varios instrumentos financieros o de un contrato al contado de materias primas relacionado con ellos en un nivel anormal o artificial.*
- (c) Efectuar una transacción, dar una orden de negociación o realizar cualquier otra actividad en los mercados financieros que afecte al precio de uno o varios instrumentos financieros o de un contrato al contado de materias primas relacionado con ellos, que emplee dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio.*
- (d) Difundir información que transmita señales falsas o engañosas acerca de instrumentos financieros o de contratos al contado de materias primas relacionados con ellos, cuando la persona que difunde esa información obtenga con ello una ventaja o un beneficio, para sí misma o para otras personas.*

Para este tipo de conductas, el artículo 6 de la Directiva prevé que se establezcan "sanciones penales efectivas, proporcionadas y disuasorias". No se prevé, sin embargo, el marco punitivo en el cual deban oscilar las sanciones penales impuestas por los diversos EE.MM. Es decir, no sólo no se prevé los mínimos y máximos de las penas de prisión, sino que ni siquiera se obliga a los EE.MM. a sancionar con penas de prisión este tipo de comportamientos. La clara intención de las instituciones europeas se asignar el específico desvalor penal a estas conductas, con independencia de la sanción penal concreta a imponer; o expresado en términos del propio proyecto de Directiva: "una desaprobación social de naturaleza cualitativamente diferente a la que denotan las sanciones administrativas o los mecanismos de compensación previstos en el Derecho civil". Probablemente hubiera resultado deseable que se hubieran especificado unos mínimos y máximos punitivos; pero ello haría que la aprobación del instrumento legislativo europeo resultara mucho más complicada.

Finalmente, debe tenerse en cuenta que *la dimensión transnacional es uno de los factores clave que las instituciones europeas aducen para proponer esta legislación*. En efecto se señala que "estos delitos tienen en muchos casos dimensión

transfronteriza¹³¹ y que “el abuso de mercado puede producirse a escala transfronteriza y perjudica a la integridad de los mercados financieros, cada vez más integrados, de la Unión”¹³². Por lo tanto, si bien no existe un mercado financiero único de la Unión Europea, lo cierto es que da la impresión de que con la mencionada Directiva se pretende tutelar penalmente la integración de los diversos mercados financieros europeos.

3.5 La ESMA y la progresiva transferencia de competencias por parte de las autoridades reguladoras nacionales

Hasta este punto se ha visto claramente que la tendencia europea respecto de la protección de los mercados financieros consiste en reforzar la política europea correspondiente mediante la adopción de sanciones penales. Ahora bien, como se expuso al comienzo, el Derecho penal no es un Derecho regulatorio y, en consecuencia, el rol que está llamado a desempeñar para el refuerzo de la política europea es ciertamente limitado. Por ello, no es de extrañar que una de las primeras características del nuevo sistema europeo – coincidente con la transferencia de soberanía que se está llevando a cabo – es la creación – o, mejor dicho, refundición – de la *European Securities and Market Authority* (ESMA) y la paulatina asunción de competencias que, hasta tiempos recientes, estaban en manos de los reguladores nacionales¹³³. Ello, sin duda, debería tener un efecto notable sobre la aproximación del Derecho penal a las conductas que atentan contra el mercado.

En efecto, con cierto grado de probabilidad, una de las transferencias de poder regulatorio más decisivas de los próximos años con incidencia en el ámbito penal ha sido la creación de la ESMA¹³⁴. La función de este organismo es “incrementar la protección de los inversores y reforzar el

funcionamiento estable y adecuado de los mercados financieros en la Unión Europea”¹³⁵. A riesgo de pecar de excesiva simplificación, se podría decir, en pocas palabras, que se ha creado un nuevo regulador de los mercados financieros europeos y ello tendrá incidencia tanto en la aplicación del Derecho nacional español respecto de las conductas que atenten contra el mercado financiero como contra el incipiente Derecho penal financiero europeo.

La ESMA tiene potestad para emitir directrices y recomendaciones dirigidas a las autoridades nacionales y a los operadores financieros. Su objetivo es, por tanto, establecer una serie de prácticas de supervisión que sean coherentes, eficientes y eficaces para, de esta manera, asegurar que se produce una aplicación homogénea y uniforme del Derecho europeo. Las autoridades y los operadores están obligados a esforzarse al máximo para cumplir con las mencionadas directrices y recomendaciones. Adicionalmente, la ESMA puede imponer sus decisiones sobre autoridades y operadores en tres casos: para asegurarse de una aplicación conforme a Derecho europeo por parte de las autoridades nacionales; para velar por la estabilidad de los mercados financieros en situaciones de emergencia; y para dirimir controversias entre diversas autoridades de supervisión nacionales. Aquí es donde se muestra la diferencia fundamental con el anterior organismo europeo: el CESR no tenía potestad alguna para indicar a una autoridad nacional que estaba llevando a cabo una interpretación errónea del Derecho europeo.

Finalmente, la ESMA puede prohibir determinados productos o servicios. Por ello, no resulta extraño que en determinados instrumentos legislativos posteriores se haya profundizado en las potestades de supervisión sobre las ventas en corto o los derivados *Over The Counter*¹³⁶. Asimismo, se le

131 COM(2011) 654 final p. 4.

132 COM(2011) 654 final p. 5.

133 Vid. EDDY WYMEERSCH, “Europe’s New Financial Regulatory Bodies”, *Journal of Corporate Law Studies* 11 (2011), pp. 443 ss., refiriendo que los notables cambios que se están produciendo en el ámbito regulatorio de los mercados financieros europeos se deben fundamentalmente a la crisis financiera, y a las carencias regulatorias que ha puesto de manifiesto en los diversos reguladores nacionales. Sobre las consecuencias legales del establecimiento de dicha autoridad reguladora vid. DIANA KULL, “Legal Implications of the Establishment of the European Securities and Markets Authority”, *PSN: Global & Regional Governance* 10 (2011). Para un análisis macro y micro económico vid. LORENZO SASSO / NICOLETTE KOST DE SEVRES, “The New European Financial Markets Legal Framework: A Real Improvement? An Analysis of Financial Law and Governance in European Capital Markets from a micro- and macro-economic perspective”, *Capital Markets Law Journal* 7 (2012), pp. 30 ss. considerando que la nueva estructura constituye una notable mejora para los mercados de capital europeos pese a que identifican importantes déficits legales, políticos y prácticos, de tal forma que las subsiguientes reformas en este ámbito no se harán esperar. Vid. igualmente NIAMH MOLONEY, “The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market”, *European Business Organization Law Review* 12 (2011), pp. 41 ss. centrándose principalmente en las nuevas competencias normativas (*rule making authority*), anticipando que esta autoridad reguladora europea hará uso de las mismas incrementando notablemente la regulación del mercado financiero europeo. En cualquier caso, plantea el problema de la centralización excesiva que conlleva este nuevo diseño institucional.

134 http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_503_en.pdf. Debe notarse que, si bien la ESMA tiene las características tradicionales de las agencias europeas, lo cierto es que constituye un avance respecto de otros ejemplos, pudiendo tildarse de un “mecanismo genuinamente diferente” (CHIT, “An Important Part of the EU’s Institutional Machinery: Features, Problems and Perspectives of European Agencies”, *Common Market Law Review* 46 (2009), pp. 1396 ss.).

135 Vid. <http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>

136 Los Mercados OTC [*Over The Counter*] son mercados no organizados en los que se negocian los instrumentos financieros directamente

ha asignado una de las tareas más delicadas: la supervisión de las agencias de calificación en Europa, lo que entra de lleno en determinados elementos de coordinación. En efecto, en términos generales, se asignaron a la ESMA nuevas potestades de coordinación de medidas de supervisión, incluyendo la participación en otros organismos reguladores, la identificación y gestión del riesgo sistémico, la conformación de una cultura de supervisión común europea, el análisis de la evolución del mercado y, finalmente, la recogida de datos del mercado.

Así, un ejemplo reciente de la nueva soberanía europea en materia de mercados financieros lo proporciona la prohibición de las ventas en corto (*short selling*). En este sentido, resulta conocido que, como consecuencia de la crisis, el regulador español [CNMV] – así como otros reguladores europeos¹³⁷ – ha venido prohibiendo por temporadas más o menos extensas de tiempo las ventas en corto en el mercado financiero español. El ejemplo de coordinación a través de la ESMA en relación con esta cuestión vino dado el 11 de agosto de 2011, cuando el regulador europeo anunció una acción conjunta de restricción de las ventas en corto respecto de las acciones de instituciones financieras en cuatro estados: Alemania, Francia, Italia y España¹³⁸.

Más aún, en pleno auge de las consecuencias de la crisis financiera en España – el 1 de noviembre de 2012 –, el regulador español ya no disponía de competencia exclusiva a la hora de vetar dichas conductas. Con la entrada en vigor del Reglamento (UE) No 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012 sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, la CNMV ya no podía prohibir dichas conductas sin autorización del supervisor europeo [ESMA]. Se debía contar con el dictamen preceptivo por parte de dicho organismo, para lo cual la CNMV debía justificar dicha restricción.

Pues bien, resultan ilustrativas las diferentes versiones que la CNMV dio al mercado financiero español y a la ESMA para justificar la adopción de la prohibición de ventas en corto. Así, por un lado, la CNMV, en su comunicado oficial de fecha 1 de noviembre de 2012¹³⁹ hacía referencia a las siguientes circunstancias justificativas (énfasis añadido):

Este proceso de reestructuración bancaria aún no está finalizado, lo cual genera una serie de incertidumbres sobre el sistema financiero español que podrían afectar a la estabilidad financiera. En este contexto, la no prohibición de la realización de operaciones de venta en corto añadiría incertidumbre a través de su probable impacto en el mercado. La finalización de dicho proceso se considera absolutamente necesaria para asegurar la estabilidad del sistema financiero y del mercado de capitales español. Asimismo, y a partir de la evidencia empírica disponible se observa como persisten en la actualidad determinados hechos o circunstancias que motivaron el acuerdo del pasado mes de julio y su prórroga que podrían amenazar la integridad de los mercados financieros españoles.

Sin embargo, el dictamen de la ESMA para autorizar la apuntada prohibición¹⁴⁰, de 1 de noviembre de 2012 hacía referencia a que la CNMV le había comunicado los siguientes motivos por los que la misma debía ser autorizada:

a. Substantial selling pressures or unusual volatility causing significant downward spirals in any financial instrument related to any banks and other financial institutions that may result from the uncertainties surrounding the process of restructuring that the Spanish financial sector is currently undergoing;

b. Serious financial, monetary and budgetary problems leading to financial instability that may threaten the orderly functioning and integrity of the Spanish financial market (State's high funding costs, worsening of the macroeconomic outlook, Spanish companies' difficulties in raising funds in the capital markets);

c. The risk of potential further downgrades in the rating of Spain's sovereign debt and that of its financial entities, which might generate uncertainty about the solvency of the Kingdom of Spain and its financial system.

Así, no resulta difícil observar la circunscripción del comunicado de la CNMV al proceso de reestructuración del sistema financiero español, mientras que en la comunicación que remite a la ESMA se hace referencia, además, al problema de la deuda soberana española, la dificultad

entre las dos partes. Sobre estos derivados vid. EMILIO DÍAZ RUIZ / SALVADOR RUIZ BACHS, "Derivados OTC" en RAMIRO MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE / FRANCISCO JAVIER ZAPATA CIRUGEDA (Coords.), *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, 2011, pp. 245 ss.

137 Vid. en general AMELIA PAIS / PHILLIP A. STORK, "Short-Selling Bans and Contagion Risk", *Journal of Financial Transformation* 35 (2012), pp. 109 ss. quienes usando la *Extreme Value Theory* muestran que las prohibiciones de ventas en corto provocan ciertas disminuciones de riesgo de contagio bancario.

138 http://www.esma.europa.eu/system/files/ESMA_2011_266___Public_statement_on_

139 <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={8933f17b-fa72-405a-a67f-1b5d88e689f8}>

140 <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-715.pdf>

de financiación tanto del Estado español como de sus entidades financieras en los mercados internacionales y el riesgo de ulteriores rebajas de la calificación de la deuda soberana. Probablemente, la divergencia en el contenido de las comunicaciones de la CNMV al mercado español y al regulador europeo obedece a una voluntad de evitar las “espirales descendentes” (*downward spirals*) y el pánico financiero español.

En cualquier caso, debe también notarse que la nueva propuesta de Reglamento estableciendo una Fiscalía Europea puede convertirse en el futuro inmediato en una fuente de transferencia de potestad hacia las autoridades europeas. Si bien es cierto que el texto del artículo 86 TFUE únicamente prevé que la Fiscalía Europea tenga competencias en la protección de los intereses financieros europeos tal y como vienen definidos en la correspondiente directiva – que no afecta en principio al abuso de mercado – no es menos cierto que dicha previsión legislativa también permite que, mediante decisión unánime del Consejo se amplíen sus competencias a la delincuencia grave transfronteriza, en la cual pudiera incluirse en el futuro la manipulación de mercado.

La referida posibilidad de transferencia de competencias, en general, ha resultado precisamente cuestionada en el reciente Asunto C-270/2012 (*Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte vs. Consejo de la Unión Europea y Parlamento Europeo*) precisamente con motivo de las competencias que se han otorgado a la ESMA – en concreto los “Poderes de intervención de la ESMA en circunstancias excepcionales” de conformidad con el artículo 28 del Reglamento 236/2012 –. De los cuatro motivos alegados por Reino Unido / Irlanda del Norte, el abogado general Niilo Jääskinen ha considerado que, el último de ellos, referido a la base legal adoptada para otorgar dichos “poderes de intervención” – esto es: el cada vez más presente artículo 114 TFUE – debe prosperar. En palabras del propio abogado general:

En mi opinión, el presente caso gira en torno al hecho de que el artículo 28 del Reglamento

nº 236/2012 no contiene una delegación de poderes por parte de ninguna de las instituciones ejecutivas de la UE, es decir, la Comisión y, excepcionalmente, el Consejo, a una agencia, sino que constituye más bien una atribución directa de poderes a una agencia por parte del legislador en virtud de un acto legislativo con arreglo al artículo 289 TFUE, apartado 3. A mi entender, en vista de las modificaciones introducidas por el Tratado de Lisboa, especialmente la confirmación en el Derecho primario de que las agencias están sujetas al control judicial en el Derecho de la UE, los principios establecidos en las sentencias Romano y Meroni no respaldan las conclusiones que el Reino Unido extrae de dicha jurisprudencia. Sin embargo, a mi parecer, el recurso del Reino Unido ha de prosperar, pero en virtud de su cuarto motivo. En efecto, el artículo 114 TFUE no constituye una base jurídica adecuada para el artículo 28 del Reglamento nº 236/2012.

Se distingue entre las facultades, por un lado, para la creación de la Agencia reguladora¹⁴¹ y la armonización del mercado interior con medidas que afecten a terceros¹⁴², y, por otro, los poderes específicos de intervención mediante decisiones vinculantes en contra del criterio de las autoridades reguladoras nacionales¹⁴³. En su opinión, la base jurídica adecuada para el primer tipo de facultades reside, correctamente, en el artículo 114 TFUE. Pero, y ahí radica el quid de la cuestión, las segundas facultades sólo pueden otorgarse sobre la base del artículo 352 TFUE. En este sentido, “lo que hace la AEVM es intervenir en las condiciones de competencia en un mercado financiero concreto, dentro del ámbito competencial de una autoridad nacional, cuando se dan ciertas circunstancias excepcionales (apartado 45)”. Por ello, termina concluyendo que

“Un procedimiento centralizado y urgente de adopción de decisiones que sustituya a la decisión de la autoridad competente del Estado miembro sin su consentimiento, o que supla la falta de tal decisión, no puede considerarse comprendido en el concepto de “aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los

141 Señala el abogado general “En consecuencia, soy del parecer de que en principio nada se puede objetar a la fundación de la AEVM [ESMA] y a que se regulen sus funciones y competencias sobre la base jurídica del artículo 114 TFUE. En términos generales, y desde el punto de vista de sus amplias funciones, el papel de la AEVM [ESMA] en la aproximación de las normativas de los Estados miembros en relación con las ventas en corto cumple las condiciones establecidas por el Tribunal de Justicia en la sentencia ENISA” (apartado 34).

142 Sigue apuntando el abogado general “Como ya he mencionado, en principio nada se ha de objetar a que se aplique el artículo 114 TFUE como base jurídica que faculte a las agencias para adoptar decisiones vinculantes respecto a terceros. Sin embargo, la piedra de toque para valorar si la atribución de tales facultades a una agencia está comprendida dentro del ámbito de aplicación del artículo 114 TFUE, es si las decisiones de dicha agencia contribuyen a la armonización del mercado interior, o constituyen tal armonización, en el sentido en que el Derecho de la Unión utiliza ese concepto” (apartado 36).

143 Concluye taxativamente “Por definición, la AEVM [ESMA] se formará opiniones sobre asuntos en que la autoridad competente de que se trate ya se haya formado una opinión distinta. Además, con arreglo al artículo 28, apartado 4, y al trigésimo tercer considerando del Reglamento nº 236/2012, la única entidad a la que la AEVM [ESMA] está obligada a consultar antes de imponer dichas medidas es la Junta Europea de Riesgo Sistémico (“JERS”), (y ni el Consejo ni la Comisión participan como instituciones en el proceso de toma de decisiones). Como ya he mencionado, con arreglo al artículo 28, apartado 11, del Reglamento nº 236/2012, las medidas adoptadas por la AEVM [ESMA] prevalecerán sobre cualquier medida adoptada previamente por una autoridad nacional competente” (apartado 54).

Estados miembros” con arreglo al artículo 114 TFUE” (apartado 54).

Esta discusión – sc. artículo 114 TFUE vs. artículo 352 TFUE – quizás pudiera parecer baladí dado que, al fin y al cabo, se está reconociendo que el Tratado proporciona base jurídica suficiente. Sin embargo, dicha distinción es todo menos irrelevante. Y ello, fundamentalmente, porque para que se pueda adoptar un instrumento legislativo sobre la base del segundo se precisa la unanimidad de los EE.MM. Dicha unanimidad no se alcanzó en la propuesta de Reglamento estableciendo la ESMA, precisamente por la abstención del Reino Unido.

Si bien el cuestionamiento de los poderes de intervención de la ESMA no incide directamente en las facultades del ministerio fiscal europeo, dado que la base jurídica de la primera [114 TFUE] no es coincidente con la segunda [86 TFUE], lo cierto es que el referido asunto será un buen termómetro de la voluntad del TJUE en relación con las instituciones europeas de nuevo cuño. Ciertamente, para la aprobación del ministerio fiscal europeo se requerirá unanimidad, por lo que resulta previsible que el Reino Unido se oponga a la actuación del ministerio fiscal en su territorio. Ello hace igualmente previsible que el mecanismo por el que se establezca la fiscalía europea sea el de una cooperación reforzada entre diversos EE.MM. dejando excluido al Reino Unido – y, probablemente, a algún país más ¹⁴⁴.

El 22 de enero de 2014, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea dictó sentencia en este importante caso. En su resolución, el TJUE no acogió los argumentos ni del Reino Unido ni del abogado general. Para entender el posicionamiento del TJUE resulta ilustrativo distinguir entre los mercados financieros nacionales y el mercado financiero de la Unión Europea. Dado que la historia reciente ha evidenciado que determinadas medidas adoptadas por las autoridades nacionales, si bien intentan proteger los intereses financieros nacionales, pueden afectar la estabilidad del sistema financiero de la Unión. Cuando concurren circunstancias extraordinarias, pueden surgir importantes conflictos de interés. Y es precisamente en esos momentos en los que la protección de los intereses financieros de la Unión Europea deben prevalecer sobre los nacionales. La terminología empleada por el TJUE resulta muy cauta:

Therefore, the harmonisation of the rules governing such transactions is intended to

prevent the creation of obstacles to the proper functioning of the internal market and the continuing application of divergent measures by Member States.(114)

*It should be added that, as stated in recital 33 in the preamble to Regulation No 236/2012, while competent national authorities will often be best placed to monitor and react immediately to an adverse development, **ESMA should also have the power to take measures where short selling and other related activities threaten the orderly functioning and integrity of financial markets or the stability of the whole or part of the financial system in the Union, where there may be cross-border implications and competent national authorities have not taken sufficient measures to address the threat** (115)*

It follows that the purpose of the powers provided for in Article 28 of Regulation No 236/2012 is in fact to improve the conditions for the establishment and functioning of the internal market in the financial field. (116)

La cuestión fundamental, entonces, viene dada por las implicaciones transnacionales de determinadas medidas. En el pasado reciente, el sistema financiero de la UE ha sufrido episodios de gran inestabilidad. La Unión Europea carecía de la autoridad suficiente para calmar a los mercados y sólo podía confiar en la acción coordinada de diversos estados miembros. Sin embargo, resulta razonable que la UE ostente la potestad para adoptar ciertas medidas que aseguren un funcionamiento ordenado del sistema financiero europeo, así como su integridad. Pese a que no es plato de buen gusto para los Estados Miembros, la virulencia de la reciente crisis financiera ha mostrado la necesidad de una intervención europea directa – con independencia de la acción coordinada de los Estados Miembros –.

La importancia de la ESMA se está haciendo notar, precisamente, en uno de los ámbitos más ligados a crisis de la deuda soberana europea: el *rating* que las agencias de calificación han venido otorgando a dicho instrumento financiero. Así, resultan conocidos los problemas que, en general, se han puesto de manifiesto respecto de dichas agencias como consecuencia de la crisis financiera iniciada en el año 2007¹⁴⁵. Pues bien, el estudio reciente por parte del regulador europeo ha causado una cierta intranquilidad en los mercados internacionales.

144 Como indica la comunicación del Wissenschaftliche Dienste der Deutschen Bundestag: “Dänemark und Großbritannien haben bereits ihre Ablehnung signalisiert” [http://www.bundestag.de/dokumente/analysen/2013/Europaeische_Staatsanwaltschaft.pdf]

145 Respecto de la discusión europea vid. Raquel García Cubilla / Javier Ruiz del Pozo, Credit Rating Agencies on the Watchlist. Analysis of European Regulation, 2012; sobre la problemática estadounidense, Eduard Altman / Sabri Öncü / Matthew Richardson / Anjolein Schmeits / Lawrence White, “Regulation of Rating Agencies”, in: Viral Acharya / Thomas Cooley / Matthew Richardson (Hrsg.), Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance, 2010, S. 443 ff.; Fabian Amtenbrink / Klaus Heine, “Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: Lessons from Behavioural Science”, The Dovens Schmidt Quarterly 1

En concreto, el 2 de diciembre de 2013 publicó un breve informe en el que exponía las conclusiones de una investigación respecto del rating de la deuda soberana¹⁴⁶. Dicha investigación se ceñía a las tres grandes agencias de calificación: *Fitch Ratings*, *Moody's Investors Service* y *Standard & Poor's*. La investigación reveló deficiencias en el proceso de calificación soberana que podría suponer un riesgo para la calidad, la independencia y la integridad de las calificaciones y del proceso de calificación. Las conclusiones resultan evidentes: se necesita mejorar la independencia, los conflictos de intereses, la confidencialidad de la información de la calificación soberana, el momento de publicación de las notas de la deuda y los recursos asignados a las calificaciones soberanas.

Entre los puntos más destacados del informe, deben resaltarse las valoraciones que realiza respecto de la necesidad de una conformación adecuada de la nota crediticia de la deuda soberana debido a su impacto en la economía de Estados soberanos. En efecto, el informe considera que debido al profundo impacto que los cambios en las calificaciones pueden tener en los mercados financieros, así como en los estados soberanos es imperativo que los usuarios puedan confiar en que las agencias de calificación crediticia tienen sistemas y controles adecuados para garantizar que las calificaciones son rigurosas, independientes y oportunas.

Dichas afirmaciones han venido esencialmente motivadas por el hecho de que la responsabilidad de calificar el riesgo de la deuda soberana ha recaído en más de una agencia en analistas junior o en personal recién llegado a la agencia.. En este sentido, aunque sus notas se revisan por analistas *senior*, esta práctica supone un riesgo para la calidad de los ratings soberanos. No puede obviarse, por tanto, la política de las agencias es que una empresa, banco, o institución no puede tener una nota más alta que la del riesgo país por lo

que una decisión equivocada tiene consecuencias en cascada.

De igual manera, una de las prácticas con la que el supervisor se muestra más crítico es la participación de directivos de alto nivel y miembros del consejo de las agencias en las decisiones sobre las notas de solvencia. La ESMA señala en el estudio que, en algunos casos, las decisiones finales acerca de subir o bajar la calificación de un país ha sido tomada por estos directivos y no por los analistas especializados y que, en al menos un caso, estos analistas recibieron opiniones explícitas y sugerencias por parte de los directivos seniors de las agencias.

La ESMA recuerda que la nueva legislación europea obliga a preservar la independencia de los analistas respecto a otras áreas de negocio de las agencias para evitar posibles conflictos de interés. Aunque algunos miembros del consejo de las agencias de calificación no están directamente involucrados en las operaciones comerciales de la firma, sí participan en las decisiones de gestión y de negocio en los más altos niveles, incluyendo las discusiones sobre los objetivos comerciales y de ingresos de la compañía. Según el informe, esto podría afectar a su independencia cuanto votan sobre los *ratings* o cuando proporcionan sugerencias sobre las decisiones que afectan al devenir de las calificaciones. Por todas estas consideraciones, resulta conveniente examinar con más detenimiento lo que ha acontecido en Europa con la crisis de la deuda soberana europea y los mecanismos que se están poniendo en marcha para abordar esta problemática.

Por lo tanto, no parece exagerado que en la actualidad nos encontramos en un momento decisivo para determinar la voluntad real de la Unión Europea de reforzar la confianza en la integridad de los mercados financieros europeos. La tregua que actualmente se ha concedido a estos mercados pudiera crear una falsa ilusión de

(2013). De manera reciente se ha aprobado finalmente el nuevo Reglamento sobre las agencias de calificación [REGLAMENTO (UE) N.º 462/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 21 de mayo de 2013 por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia DOUE L 146/1, 31.05.2013], donde específicamente se refiere la intención de hacer frente a los conflictos de intereses derivados de los modelos *issuer pay* [Exponendo 10]: "Como consecuencia, las calificaciones crediticias emitidas en el marco del modelo "el emisor paga" pueden ser percibidas como calificaciones que convienen al emisor y no como calificaciones al servicio del emisor. Es esencial reforzar las condiciones de independencia aplicables a las agencias de calificación crediticia, a fin de elevar el nivel de credibilidad de las calificaciones emitidas con arreglo a ese modelo". Asimismo, se dedica una especial atención [artículo 8 (bis)] a las calificaciones de la deuda soberana, reconociendo que la "necesidad de revisar la transparencia, requisitos procedimentales y momento de publicación de las calificaciones de la deuda soberana han sido exacerbados por la actual crisis de la deuda soberana" [Exponendo 1]. Respecto de la discusión en EE. UU., con referencias a la problemática europea, *vid. el decisivo trabajo*, con la dosis de humor que le caracteriza, de John Coffee, "Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly", *Harv. Bus. L. Rev.* 1 (2011), S. 232 ff. abogando por un sistema *suscriber pays* (frente al existente *issuer pays*) si bien reconoce la dificultad última de una adopción completa de este tipo de modelos.

146 Credit Rating Agencies, Sovereign ratings investigation. ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls.

Credit Rating Agencies (CRAs) 2013 Supervision and Policy Work Plan [<http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-87.pdf>]. Dicha investigación vino motivada principalmente por los posibles conflictos de intereses y el impacto de las notas soberanas en otros tipos de calificaciones. Asimismo resulta relevante que dicha investigación analizó igualmente la capacidad de las agencias para hacer frente a un elevado número de acciones de calificación durante un período de alta volatilidad, así como ciertas cuestiones sobre la confidencialidad y el calendario de publicación de las notas.

que no resulta necesario seguir avanzando en la línea emprendida. Probablemente el ímpetus final pueda venir dado por un regreso a los dramáticos episodios de 2010-2012 o por el inicio de una nueva crisis financiera. En cualquier caso, parece aconsejable que no se espere a un recrudescimiento de la crisis para instaurar las medidas necesarias para, al menos, paliar los efectos de las crisis financieras en Europa.

3.6 La confluencia de la protección estadounidense y europea: el reciente caso de la manipulación del LIBOR y el inicio del caso de la manipulación del FOREX

Las reflexiones que se han venido realizando hasta el momento respecto de la tendencia hacia una protección transnacional de los mercados financieros se han cristalizado de manera reciente en el que podría denominarse caso de la manipulación del LIBOR¹⁴⁷. El LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) – del que dependen millones de hipotecas en España – es un promedio de tipo de interés que se calcula sobre la base de los tipos de interés remitidos por los bancos más relevantes de Londres. El escándalo surgió cuando se descubrió que las entidades financieras estaban incrementando o disminuyendo artificialmente dichos tipos para beneficiarse de las transacciones o para dar la impresión de que tenían una solvencia mayor de la que realmente tenían¹⁴⁸. El LIBOR se constituye como índice de referencia de contratos por importe de aproximadamente 350 billones de Libras en el mercado de derivados y está controlado por la *British Bankers' Association* (BBA).

En el mes de junio de 2012, la entidad financiera Barclays Bank llegó a ciertos acuerdos de conformidad en materia penal que revelaron la existencia de un fraude significativo y que, además, proporcionaron pruebas de que varias entidades bancarias habían alcanzado acuerdos colusorios respecto de los tipos de interés que remitían a la BBA de cara al establecimiento del LIBOR. Debido a que millones de hipotecas, préstamos de estudiantes, derivados financieros y otros productos financieros se calculan sobre la base del LIBOR, la manipulación de dicho índice tiene un impacto significativo tanto en los consumidores

como en los mercados financieros a nivel mundial. Pues bien, a la vista de la incidencia en el mercado Europeo, el comité financiero del *Bundestag* alemán mantuvo unas sesiones parlamentarias el 8 de noviembre de 2012 para esclarecer este asunto¹⁴⁹. Asimismo, la BBA confirmó el 25 de septiembre de 2012 que transferiría a los reguladores británicos la supervisión de dicho índice¹⁵⁰. Se produce así un caso típico de protección transnacional de los mercados financieros internacionales.

Como consecuencia de dicho escándalo financiero se iniciaron investigaciones penales a un lado del Atlántico (EE. UU.) y procedimientos sancionatorios a ambos. Sin embargo, pese a la afectación de los mercados financieros europeos, lo cierto es que los acuerdos alcanzados únicamente lo fueron con la SEC estadounidense y la FSA británica – el ámbito administrativo sancionador – y con la fiscalía de los Estados Unidos – en el ámbito penal -. Así a la fecha de cerrar este trabajo, las filiales de UBS y de RBS en Japón se han declarado culpables de un delito de fraude (en concreto: el conocido precepto del *Mail & Wire Fraud* conocido en EE. UU. como el “arma” favorita de los fiscales¹⁵¹). Asimismo, los fiscales han presentado un escrito de acusación contra dos *traders* de UBS – *Tom Hayes* y *Roger Darin* – por haber participado en la manipulación; son las primeras personas físicas contra las que se ha iniciado un procedimiento penal por este caso.

Resulta evidente que, desde el punto de vista del *enforcement* regulatorio y penal, los ordenamientos anglosajones se sitúan a la vanguardia de los ordenamientos jurídicos que sancionan penal y administrativamente estas conductas. Por ejemplo, se trata de conductas que, sin duda, afectan al mercado financiero europeo ya que numerosos productos financieros se encuentran referenciados al LIBOR. Sin embargo, no se ha producido en Europa ningún procedimiento penal al respecto, si bien, como se ha apuntado anteriormente, ha provocado una enmienda de última hora en la Directiva sobre sanciones penales para la manipulación de mercado que probablemente verá la luz este año. Cabe aventurar que, en el futuro, este tipo de conductas serán objeto de persecución a nivel europeo para lo cual la UE deberá contar con una autoridad regulatoria “fuerte” – la ESMA – y

147 Ciertamente, con anterioridad también han existido casos de manipulación de mercado transnacional con repercusión en la esfera penal. Probablemente, uno de los ejemplos más ilustrativos sea el caso *Citigroup*. Sobre el mismo vid. en detalle PAULO DE SOUSA MENDES, “Was tun in Falle von transnationalen Marktmissbrauch – Der Fall Citigroup”, *ZIS* 2 (2009). Un análisis de los riesgos implicados en este y otros casos – si bien con anterioridad al desarrollo de la crisis financiera – puede verse en DIMITRIS N. CHORAFAS, *Wealth Management. Private Banking, Investment Decisions and Structured Financial Products*, 2006.

148 “Libor scandal explained and what rate-rigging means to you”. *USA Today*. 18 de Julio de 2012.

149 http://www.bundestag.de/presse/hib/2012_11/2012_555/01.html

150 “Libor Spurned, Credit Score Review, Germany’s Audit: Compliance”. Bloomberg. Consultado el 26 de septiembre de 2012.

151 Son sumamente conocidas las palabras del actual Juez *Rakoff* (antiguo Fiscal Jefe del Estado de Nueva York): “To federal prosecutors of white-collar crime, the mail fraud statute is our Stradivarius, our Colt .45, our Louisville Slugger, our Cuisinart — and our true love. We may flirt with other laws and call the conspiracy law ‘darling’, but we always come home to the virtues of [mail fraud], with its simplicity, adaptability, and comfortable familiarity. It understands us and, like many a foolish spouse, we like to think we understand it.” JED S. RAKOFF, “The Federal Mail Fraud Statute (Part 1)”, *Duq. L. Rev.* 18 (1980), pp. 771 ss.

una autoridad de persecución penal – la Fiscalía europea – igualmente incisiva.

El hecho de que, de manera aún más reciente, se hayan iniciado investigaciones sobre la posible manipulación de los mercados de FOREX¹⁵², hace previsible que la manipulación de mercado alcance una posición privilegiada en la lista de prioridades de las autoridades regulatorias de todo el mundo. Las reacciones frente a esta investigación han acontecido a una velocidad muy superior al caso del LIBOR. Más de una docena de *traders* han sido suspendidos de empleo y sueldo por cinco entidades financieras¹⁵³ (a algunos de ellos, se les han asignado abogados defensores en el ámbito penal)¹⁵⁴. La investigación se inició en abril de 2013 por parte de la FCA, al examinar con detalle la frenética actividad que estaba teniendo lugar en el mercado FOREX de Londres – en el que se desarrolla aproximadamente un 40% de la negociación global –. A raíz de dichas investigaciones, las autoridades regulatorias de EE. UU., Suiza y Hong Kong han iniciado sus propias investigaciones y, al menos, ocho entidades bancarias han comenzado a remitir material probatorio a dichas autoridades¹⁵⁵.

4. El ordenamiento español: influencia de la protección penal transnacional en la interpretación de las normas penales españolas

4.1 Introducción: un ordenamiento desfasado que precisa una actualización inmediata

Una vez examinadas las tendencias internacionales en el ámbito de la protección penal transnacional de los mercados financieros, resta contrastar

las mismas con la actual situación española y determinar si la tutela dispensada por nuestro ordenamiento es suficiente o si, por el contrario, ciertos aspectos deben ser objeto de actualización. Anticipando el resultado de dicha evaluación, como indicación preliminar, cabe afirmar que, si bien las últimas reformas penales han comportado importantes novedades en el ámbito de los delitos contra el mercado y los consumidores, lo cierto es que, en materia de protección de mercados financieros, no se completó la tarea emprendida¹⁵⁶.

En este sentido, y sin perjuicio de una explicación más detallada, se ha producido una adaptación, un tanto incompleta, a la realidad financiera (económica y regulatoria) del siglo XXI. La adaptación de la normativa penal española era una de las tantas asignaturas pendientes del Legislador español a la luz de diversas Directivas de la Unión Europea pendientes de trasposición. Y si bien es cierto que no existía – hasta el Tratado de Lisboa – obligación alguna de adoptar normativa de carácter penal como consecuencia de una norma comunitaria, no es menos cierto que la crisis financiera más importante desde el Crack de 1929 ha puesto de manifiesto la relevancia de una protección integral del mercado financiero¹⁵⁷. Por ello, cabe afirmar que la crisis financiera ha servido de incentivo al legislador nacional español para actualizar la protección penal de los mercados financieros.

La existencia de movimientos especuladores apoyados en la difusión de noticias y rumores ha sido una constante en la denuncia de numerosas empresas cotizadas, fundamentalmente en el mercado estadounidense, que veían cómo sus

152 Para una aproximación al estado de la investigación vid. el artículo en el *Financial Times* de 12 de noviembre de 2012 “Biggest Banks face forex questions” [<http://www.ft.com/cms/s/0/3c06d74c-4bbe-11e3-8203-00144feabdc0.html#axzz2kdfhOfgJ>].

153 Las entidades financieras investigadas al día de hoy son las siguientes: *Barclays, Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Standard Chartered y UBS*.

154 Quizás, uno de los elementos que mayor publicidad está dando al procedimiento es la relevancia de alguno de los *traders* implicados. Así, los Sres. O’RIORDAN, RAMCHANDANI y USHER eran miembros del grupo de ejecutivos jefe del *Bank of England’s London Foreign Exchange Joint Standing Committee*. Debido a que gran parte del sistema se opera electrónicamente, la ausencia de estos operadores pudiera conllevar importantes fallos operacionales en días de mucha actividad negocial, lo cual comienza a ser advertidos por las entidades financieras.

155 Por el momento, el material más incriminatorio proviene de los chats de Bloomberg en los que participaban estos *traders*. No sólo por el nombre de los mismos – “The Cartel”, “The Bandits’ Club” – sino por las operaciones específicas que se acordaban a través de éstos, los indicios de acuerdos colusorios para manipular los índices de las monedas parecen ser abrumadores.

156 Con razón señala CARLOS ZABALA, *Los delitos bursátiles*, 2011, p. 219 que la reforma del artículo 284 CP “pudiera parecer más profunda de lo que es”.

157 Como botón de muestra pueden traerse a colación las 343 personas que han sido procesadas en EE. UU. por la *Financial Fraud Enforcement Task Force* establecida por la Administración Obama. Se estima que el perjuicio causado por dichas prácticas ha sido de unos 8.300 millones de dólares. Estos procesos aglutinan denuncias por estafas piramidales (*ponzi schemes*) y manipulación de mercado [vid. <http://www.stopfraud.gov/news/news-12062010-2.html>]. No obstante, el desenlace de muchos de esos procedimientos ha sido, para muchos, decepcionante, ya que, gracias a la discrecionalidad de la que gozan los fiscales en EE. UU., no se han enjuiciado muchas de las conductas relacionadas con las titulaciones hipotecarias (*Mortgage Backed Securities*). Así, BRADLEY T. BORDEN / DAVID. J. REISS, “Cleaning Up the Financial Crisis of 2008: Prosecutorial Discretion or Prosecutorial Abdication”, *Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper* No. 331, Marzo 2013, señalando como causas para que finalmente no se hayan enjuiciado estas conductas: (1) gran parte de los comportamientos, si bien poco éticos, eran legales; (2) ambas partes de este tipo de contratos eran inversores sofisticados; (3) la motivación era la codicia y no una intención criminal; (4) el conocimiento de la posible ilicitud se encontraba disperso por la organización y no residía en una persona física concreta; y (5) la prueba de cargo en este tipo de macroprocesos económicos resulta muy compleja. Poco antes del final de su mandato, el Fiscal General del Estado, *Eric Holder*, anunció que la Fiscalía iba a iniciar una serie de procedimientos penales contra los directivos de entidades que son considerados responsables de la crisis financiera de 2008 [vid. <http://www.justice.gov/iso/opa/ag/speeches/2013/ag-speech-130812.html>].

cotizaciones iniciaban una caída libre con los rumores de exposición al riesgo de las *subprime*. Sin embargo, y ya aquí se muestra uno de los dilemas insidiosos en este tipo de regulaciones, cuando muchos de esos rumores se fueron consolidando¹⁵⁸ y dichas sociedades tuvieron que “limpiar” sus balances de los activos tóxicos – los famosos “ajustes” o *write offs* –, la función de supervisión que cumplen las ventas en corto¹⁵⁹ se puso, como tantas otras veces, de manifiesto¹⁶⁰.

En el ámbito concreto de la manipulación de mercado, el núcleo de la última reforma penal se centró en incrementar, a través del artículo 284 CP, la protección del mercado financiero. “Dicha afirmación se sostiene principalmente en la inclusión de los “valores e instrumentos financieros” como objetos materiales del artículo 284.1 CP adicionales a los ya existentes y la tutela exclusiva de esos mismos valores e instrumentos frente a determinadas modalidades de manipulación informativa y manipulación operativa en los incisos 2º y 3º del mismo precepto”. De igual manera puede sostenerse que el evidente motor de la reforma

del artículo vino dado por una serie de Directivas europeas que se circunscriben principalmente al ámbito de la manipulación del mercado financiero; para ello baste con leer el Preámbulo de la Ley Orgánica 5/2010, de Reforma del Código penal.

Ahora bien, dicho esto, se acaba de indicar que la reforma ha sido incompleta debido a que la transposición de las directivas en materia de manipulación de mercado no ha sido correcta – tal y como se indicará de manera pormenorizada más adelante –. Así, entre otros importantes defectos, se requiere una interpretación conforme a las directivas europeas del concepto de “información privilegiada” para llevar a cabo una exégesis racional del artículo 284 CP; asimismo, se limita injustificadamente los casos de manipulación operativa a los supuestos de fijación de precios (*Price fixing*). A la vista de éstas y otras deficiencias, sería conveniente que el legislador español, ante la obligación de transposición de la Directiva sobre sanciones penales para el uso de información privilegiada y la manipulación de mercado, aprovechara la oportunidad para actualizar

158 Probablemente, en el ámbito estadounidense el ejemplo más claro – y el más polémico – lo proporcionó *Goldman Sachs*. Así, resulta conocido cómo en el año 2007 este banco de inversión comenzó una política de *mark-to-market* o valoración a precio de mercado respecto de la valoración de los *Collateralized debt obligations*, [CDO] – esto es: instrumentos financieros cuyos activos (denominados *collateral*) son préstamos u otros instrumentos de deuda (incluidas las hipotecas) y el pasivo está formado por obligaciones frente a terceros; estas obligaciones son la financiación requerida para comprar dichos activos – que desencadenó unas consecuencias dramáticas en el mercado financiero estadounidense; así, por un lado, provocó importantes *Margin Calls* – esto es: requerimientos por parte del broker o dealer hacia el trader de añadir nuevos fondos para satisfacer el margen de mantenimiento necesario para cubrir sus posiciones en el mercado – a *AIG* en virtud de los anexos a los Credit Default Swaps [CDS] o permutas de cobertura por impago que había ido contratando en los años anteriores – al mismo tiempo que, a la vista de la delicada situación en la que iba colocando al gigante asegurador, adquiriría protección frente al potencial incumplimiento de *AIG* de sus obligaciones de pago –; por otro lado, motivó que el resto de las entidades financieras con similares activos, tuvieran que reconocer importantes pérdidas en sus balances ya en el año 2007 desencadenando una espiral bajista de difícil contención. En este sentido, el hecho de que a finales del año 2007 prácticamente no existía un mercado para este tipo de productos financieros estructurados impedía cuestionar las valoraciones que *Goldman Sachs* iba realizando. Vid. sobre estas cuestiones, el análisis de la FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION OF THE UNITED STATES OF AMERICA titulado *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011. Cuestión diferente, si bien conexas, es la agresiva política de desinversión en dichos productos que *Goldman Sachs* llevó a cabo una vez que percibió la magnitud del problema subyacente. El caso más conocido a este respecto, objeto de investigaciones potencialmente penales y procedimientos administrativos sancionadores contra la entidad financiera por parte de las autoridades estadounidenses, es el *Abacus* [vid. sobre el mismo WILLIAM W. BRATTON / ADAM J. LEVITIN, “A transactional Genealogy of Scandal: From Michael Milken to Enron to Goldman Sachs”, *U Penn. Inst. for Law & Econ Research Paper* No. 12-26 (2012)], considerando que el denominar común de los tres escándalos financieros más importantes de la historia tienen en común son los productos financieros estructurados y la utilización de sociedades creadas con un propósito específico [*Special Purpose Entities*]. El procedimiento administrativo iniciado por la SEC en abril de 2010 fue archivado tras un acuerdo con *Goldman Sachs* en julio del mismo año en el que no hubo ninguna admisión de culpabilidad, pero sí el pago de una multa de 550 millones de dólares. Finalmente, pese a la insistencia del Senador *Carl Levin* – presidente del Subcomité Permanente de Investigaciones que elaboró el completo y polémico informe *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, 2011 – en que se debía proceder penalmente contra *Goldman Sachs* por la transacciones analizadas en su informe (incluida *Abacus*), el Departamento de Justicia anunció el 9 de agosto de 2011 que no presentaría cargos contra la entidad. Sobre los efectos de esta decisión vid. CHRISTOPHER LUFRANO / EDWARD PEKAREK, “The Goldman Sachs Swaps Shop: An Examination of Synthetic Short Selling Through Credit Default Swaps and the Implications of SEC v. Goldman Sachs & Co., et al.”, en: GREG GREGORIU (ed.), *Handbook of Short Selling*, 2011, pp. 15 ss.

159 Una *venta en corto* es una operación de venta que se realiza con valores que se han obtenido previamente en préstamo, y por los cuales el inversor deberá abonar los correspondientes intereses al prestamista. El inversor que vende en corto deberá recomprar los valores en un momento posterior, para devolvérselos al prestamista en el plazo acordado. Por tanto, la operación sólo resultará rentable si el importe obtenido en la venta es superior a la suma del importe de la compra más los intereses y otros posibles gastos relacionados con el préstamo. De ahí que estas operaciones sólo tengan sentido para el inversor cuando éste espera un descenso en la cotización del valor de que se trate. Conviene advertir que las *ventas en corto descubiertas*, sobre las que se tratará más adelante, están prohibidas en España. Son aquellas en las que el vendedor, en el momento de realizar la venta, no es propietario de los valores ni tiene garantizada su disponibilidad por alguna otra vía (préstamo de valores, ejercicio irrevocable de un derecho de conversión o ejercicio de un instrumento derivado que se liquide mediante entrega física).

160 El caso probablemente más conocido fue el de *Lehmann Brothers*. Después de que su CEO se quejara públicamente de los ataques de los cortos y solicitara incluso la protección de la SEC – muy especialmente tras las serias dudas expresadas por *David Einhorn*, fundador de *Greenlight Capital* y conocido *shortseller* –, tuvo que proceder a reconocer pérdidas derivadas de su exposición al riesgo inmobiliario. Pérdidas que finalmente motivaron la caída en barrena (*death spiral*) que culminó con su quiebra (la mayor de la historia financiera mundial) el 14 de septiembre de 2008. Vid. ya las reflexiones previas (tres años antes) de JOHN FINNERTY, *Short Selling, Death Spirals Convertibles, and the Profitability of Stock Manipulation*, 2005.

correctamente la protección de los mercados financieros.

No obstante, debe reconocerse que la tarea para los operadores jurídicos en este ámbito no es nada fácil – ni para el legislador ni para la judicatura -. Y es que, en general, uno de los mayores problemas que plantea la tutela penal de este tipo de conductas viene dada por el riesgo de penalizar comportamientos que únicamente se “aprovechan” de las reglas del mercado financiero¹⁶¹ o que, incluso, pueden resultar beneficiosos para favorecer la transparencia de mercado en la medida en la que su incentivo consiste en detectar aquellas empresas cuya información no se corresponde con su realidad financiera.

A mayor abundamiento, en lo que resulta probablemente uno de los puntos neurálgicos de la “ira” popular y estatal¹⁶² – las ventas a corto en descubierto (*naked short selling*)¹⁶³ que se consideran en parte artífices de la crisis financiera¹⁶⁴ –, las prohibiciones que periódicamente se han ido proponiendo y ejecutando a lo largo de los años finalmente terminan por desaparecer toda vez que restan mucha liquidez al mercado y encarecen el coste (ensancha el *spread Bid-Ask* o diferencial entre oferta y demanda)¹⁶⁵.

Por si fuera poco el debate en torno a la cuestión que se acaba de referir, en tiempos recientes las herramientas tecnológicas del siglo XXI han favorecido una discusión aún más decisiva para el futuro de los mercados financieros. Así, se han consolidado una serie de prácticas que pueden tener un importante impacto en el mercado financiero y que todavía están por evaluar debidamente. En este sentido, los problemas que plantea la negociación de alta

frecuencia (*high-frequency trading, HFT*) – sc. miles de órdenes cursadas en fracciones de segundo por sistemas informáticos de gran capacidad que tratan de beneficiarse de las oscilaciones que se produzcan en pocos minutos¹⁶⁶ – se han hecho extremadamente visibles en tiempos recientes. La necesidad de abordar los problemas de la HFT se hizo absolutamente patente el 6 de mayo de 2010 cuando – coincidiendo casualmente con la intervención europea de Grecia –, como consecuencia de diversas órdenes simultáneas el Dow Jones experimentó un descenso de 700 puntos en el transcurso de 15 minutos¹⁶⁷.

Finalmente, la proliferación de dicha operativa ha provocado, como movimiento pendular en sentido contrario, que los grandes operadores de los mercados financieros huyan de los “depredadores” algorítmicos y busquen refugio en las redes privadas – denominadas *Dark Pools*, literalmente “piscinas oscuras/negras” – que protegen su anonimato y permiten llevar a cabo importantes transacciones (muchas veces, *Whale Trades* o transacciones de gran volumen) sin tener que pagar el sobreprecio característico cuando son detectadas por aquellos. Sin embargo, de esta manera se quedan a merced de quienes operan dicha red y resulta extremadamente complicado evaluar los posibles conflictos de interés que se generan en el interior de la misma.

Estas reflexiones iniciales, que serán desarrolladas con mayor amplitud a lo largo del presente capítulo, permiten afirmar lo siguiente: si ya la regulación extrapenal de este tipo de conductas resulta extraordinariamente complicada¹⁶⁸, la determinación de qué rol debe desempeñar el Derecho penal en este ámbito, es aún más difícil¹⁶⁹. Así, se muestra de manera un tanto evidente el

161 Sobre la dificultad de discernir entre conducta legal e ilegal en este ámbito vid. JOACHIM VOGEL en ASSMANN / SCHNEIDER, *WpHG*, 2008, previo al § 20 a, número 28.

162 Para una visión moderna de la problemática del *short selling* y su relación con las crisis financieras de 2008 resultan sumamente ilustrativos los *papers* del Symposium Financiero sobre Asset Pricing / Investment organizado por la Hong Kong University of Science and Technology (HKUST) 2010 en diciembre de 2010 [accesibles en: <http://www.bm.ust.hk/fin/FinanceSymposium/2010Symposium/2010Program.html>].

163 El tratamiento del *short selling* en el ámbito jurídico-penal ha proliferado en los últimos tiempos. Vid., sin ánimo exhaustivo, LENZEN, *Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung*, 2000, pp. 18 s.; SCHRÖDER, *Handbuch Kapitalmarktrecht*, 2007, nn.mm. 499 ss.; VOGEL en ASSMANN/SCHNEIDER, *WpHG*, previo al § 20a n.m. 27; ZIESCHANG en PARK (ed.) *Kapitalmarktrecht*, Parte 3 Capítulo 1 nn.mm. 131s.

164 Una contribución interesante puede verse en GERSON TRÜG, “Finanzkrise, Wirtschaftsstrafrecht und Moral – am Beispiel der Leerverkäufe”, en: LÜDERSSEN / EBERHARD / VOLK, *Die Finanzkrise, das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral*, 2010, pp. 290 ss.

165 Quizás la situación actual sea diferente, resultando especialmente llamativas el número e intensidad de las propuestas de limitación del *Short Selling*. Para un análisis de las medidas tomadas en el contexto europeo vid. el informe de las Medidas adoptadas por las autoridades competentes contra el *Short Selling* [accesible en: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=5238>].

166 Ilustrativo FRANK PARTNOY, “Don’t Blink: Snap Decisions and Securities Regulations”, *Brook.L.Rev.* 77 (2011), pp. 151 ss.

167 Vid. la relación entre el *Flash Crash* y la *HFT* expuesta por ANDREI KIRILENKO / ALBERT S. KYLE / MEHRDAD SAMADI / TUGKAN TUZUN, *The Flash Crash: The Impact of High Frequency Trading on an Electronic Market*, 2011, concluyendo que la *HFT* no provocó el *Flash Crash*, sino que se debió a otros factores que acrecentan la volatilidad del mercado.

168 En general, pese a no tener la misma relevancia que la declaración de una práctica aceptada de mercado, la ingente producción normativa a través de instrumentos de *soft law* en el ámbito financiero sin duda está llamada a desempeñar un rol decisivo en cuando a la ilicitud de una determinada conducta. Vid. las reflexiones de ZUNZUNEGUI, “Regulación financiera en una economía globalizada”, en: ZUNZUNEGUI, (Dir.), *Derecho bancario y bursátil*, 2ª ed., 2012, pp. 42 s. Para una perspectiva más amplia, no limitada al ámbito financiero, vid. DANIEL SARMIENTO, *El soft law administrativo. Un estudio de los efectos jurídicos de las normas no vinculantes de la Administración*, 2008.

169 En esta misma línea, uno de los puntos neurálgicos de la discusión presente y futura está en determinar la compatibilidad de la regulación penal con las denominadas prácticas aceptadas de mercado – *accepted market practice* -. Así, existen numerosas

dilema presente en este tipo de criminalización de la actividad financiera. Ciertamente, los valores de integridad y transparencia del mercado financiero que guían la reforma son extremadamente deseables e incluso necesarios. Sin embargo, no se puede desconocer igualmente que la innovación financiera ha permitido la maximización de la productividad de determinados recursos así como una apertura desconocida hasta tiempos recientes a numerosos inversores. El equilibrio en este punto resulta extremadamente complicado, puesto que los promotores de la criminalización de la manipulación de mercado argumentan que dicha apertura precisa de una regulación más férrea de los mercados por la exposición al riesgo financiero de sectores cada vez más amplios de la población; por otro lado, los detractores – y a su vez promotores de la no intervención – argumentan que dicha sobre-regulación acabará con la innovación financiera y en consecuencia constituye un retroceso en la evolución natural del mercado financiero¹⁷⁰.

Finalmente, y en estrecha relación con lo expuesto, en aquellos ámbitos, como el presente, donde conviven el Derecho administrativo sancionador con el Derecho penal, y donde la evolución financiera subyacente acontece de manera vertiginosa, el riesgo de yuxtaposición con la correspondiente vulneración del principio de *ultima ratio*, no puede pasar desapercibida. Sin embargo, la próxima Directiva indica clara y expresamente que la tutela de los mercados no puede confinarse exclusivamente al ámbito administrativo sancionador sino que determinadas conductas, descritas en la Directiva, deben ser sancionadas penalmente. Lo que con anterioridad era un criterio netamente nacional sobre qué conductas debían ser criminalizadas, en la actualidad será sometido a armonización penal a

nivel europeo – no pudiendo los Estados Miembros sustraerse al impulso europeo¹⁷¹.

4.2 La inadecuación de la transposición de las anteriores directivas europeas: grave error en la manipulación operativa

Como se acaba de indicar, la reforma del que podría denominarse Derecho penal del mercado financiero ha sido motivada por la transposición de diversas Directivas europeas al ordenamiento penal español. La pregunta, entonces, es la siguiente: ¿se han transpuesto correctamente? La respuesta, claro está, depende de qué criterio se utilice para considerar la corrección en la transposición. Pero en términos generales, se observan graves deficiencias que, conscientes o no, dificultan una protección integral de los mercados financieros y, en puridad, no responden en plenitud a la lógica de la regulación europea al respecto.

Para poder observar la inadecuación – siquiera parcial – de la regulación española, conviene analizar los comportamientos recogidos en los nuevos incisos del artículo 284 CP, relativos a la manipulación de mercado. Ambos responden a la clásica¹⁷² distinción entre manipulación operativa (*market based manipulation*) (284.3 CP) o a través de la manipulación informativa (*information based manipulation*) (284.2 CP). En palabras de la directivas europeas vigentes hasta la fecha, la segunda consiste básicamente en la propagación de información falsa o rumores; la primera en la realización de operaciones que fijen los precios en un nivel anormal¹⁷³.

Una comparación entre las conductas típicas fijadas en las Directivas y la normativa penal española muestra la existencia de ciertas deficiencias. Así, una de las cuestiones que más llama la atención es

transacciones susceptibles de proporcionar indicios engañosos sobre la oferta o que aseguren una fijación de precios en posiciones artificiales que están vinculadas a este tipo de prácticas y que por lo tanto se deben considerar dentro del *riesgo financiero permitido*. Estas prácticas aceptadas de mercado no son uniformes en toda la Unión Europea sino que dependen de la definición del regulador nacional – en el caso de España: la CNMV –. El derecho europeo sólo proporciona una serie de factores que deben ser tenidos en cuenta a la hora de considerar qué son prácticas aceptadas de mercado; más aún, la ESMA ha elaborado un formato para evaluar dichas prácticas y publica las prácticas de cada Estado Miembro en su página web. Esta falta de uniformidad, sin duda relevante para el Derecho penal, tiene su origen en que las prácticas dependen de la liquidez y profundidad del mercado en cuestión.

170 En línea con lo expuesto, uno de los operadores financieros más expuestos al riesgo penal en el ámbito financiero son los *hedge funds* o fondos de cobertura de riesgo. Las prácticas agresivas de dichos fondos, que en general tratan de proteger (*hedge*) sus posiciones, se mueven en numerosas ocasiones en ámbitos desconocidos por el marco regulatorio y, en consecuencia, son de difícil ponderación – desde un punto de vista administrativo, y no digamos ya penal –. El capital financiero que “mueven” dichos fondos es, cuando menos, notable, y cuanto más se limita la libertad de actuación de los mismos, mayor probabilidad hay de que busquen mercados con mayor flexibilidad – con el consiguiente detrimento para el mercado del que se retiran –. Como decimos, el equilibrio entre protección y flexibilidad es extraordinariamente delicado, por lo que, a la hora de valorar la relevancia penal de estas conductas, deberá tenerse en cuenta el contexto internacional – especialmente europeo – en el que se desenvuelven. En este sentido, la necesidad de una cierta homogeneidad en el tratamiento penal se muestra cada día más acuciante en un mundo financiero cada vez más globalizado.

171 No puede olvidarse que, en el fondo, la regulación española hace referencia a un único mercado [vid. LUIS RODRIGUEZ RAMOS, “Protección penal del mercado financiero”, en ZUNZUNEGUI (Dir.), *Derecho bancario y bursátil*, 2ª ed., 2012, pp. 685 ss.]. En general, no obstante, se considera que la protección no se extiende más allá de las fronteras nacionales [HANS ACHENBACH / RANSIEK, *Handbuch Wirtschaftsstrafrecht*, 2ª ed., 2008, 204; VOGEL en ASSMANN/SCHNEIDER, *WpHG*, previo al §§ 20a/36 s., 45 ss., 292].

172 FRANKLIN ALLEN / DOUGLAS GALE, “Stock Market Manipulation”, *Rev. Financ. Studies* 3 (1992), pp. 503 ss. En general esta división es un lugar común en la literatura especializada [vid.: ARLT, *Strafrechtlicher Anlegerschutz vor Kursmanipulation*, pp. 75 ss.; BENNER, en: WABNITZ/JANOWSKY *Handbuch Wirtschafts- und Steuerstrafrecht*, Capítulo 9, § 56; CHRISTIAN SCHRÖDER, *Handbuch Kapitalmarktstrafrecht*, 2008, pp. 177 ss.

173 VOGEL, *WpHG*, previo al § 20 a, número ordinal 23.

la regulación de la conducta conocida como *price fixing* (fijación de precios). En este sentido, el Código penal español exige que para que dicha conducta sea punible, la fijación de los precios se debe dar mediante la adopción de una posición dominante (art. 284.3 CP). Sin embargo, la fijación de precios mediante adopción de posición dominante – *price positioning* – es **sólo uno de los ejemplos** de cómo puede acontecer dicha fijación¹⁷⁴; existen otras formas de fijar el precio sin abusar de la posición dominante.

En este sentido debe advertirse que tanto la normativa europea (art. 1.2.a) de la Directiva 7/2003) como parte de la administrativa española (art. 83 ter 1.a) de la LMV) contienen una referencia genérica a aquellas conductas que “que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial”. La inclusión adicional del elemento típico “posición dominante” es considerado, como decimos, en la Directiva 6/2003 y en el RD 1333/2005 (art. 2.1.a)) solamente un *ejemplo* de este tipo de conductas. Ello parece llevar a la conclusión que de todas las posibles prácticas de *price positioning* sólo son penalmente relevantes las que impliquen una posición dominante.

El motivo por el que la regulación española de la manipulación operativa se limita exclusivamente al abuso de posición dominante no se adivina fácilmente. Más bien, constituye una grave deficiencia del ordenamiento español que debe ser corregida en el futuro. Dicho futuro, por lo demás, no parece ser demasiado lejano, ya que, en caso de aprobarse la Directiva de sanciones penales por manipulación de mercado, la normativa española deberá ser objeto de actualización. Así, el artículo 4 de la referida Directiva establece con carácter general – y no sólo confinado a los supuestos de posición dominante – que deben sancionarse penalmente las conductas tendentes a

Fijar el precio de uno o varios instrumentos financieros o de un contrato al contado de materias primas relacionado con ellos en un nivel anormal o artificial.

Es decir, en el futuro próximo la obligación de transposición de la directiva europea con la máxima fidelidad al texto original conllevará la subsanación de esta deficiencia. En este sentido, la posible justificación del legislador español de restringir el crisol de conductas constitutivas

de manipulación operativa será de imposible invocación con la aprobación de la citada Directiva. No obstante, por el momento resulta difícil llevar a cabo una interpretación que permita colmar esa laguna legal, ya que las Directivas en vigor no establecen la necesidad de imponer sanciones penales, y constituye una jurisprudencia del TJUE sumamente consolidada que las Directivas no generan obligaciones de carácter penal.

4.3 El principio de la interpretación conforme de las normas europeas y su incidencia en los conceptos de información privilegiada / información relevante

Si hasta el momento se ha percibido que el legislador penal español, consciente o inconscientemente, ha restringido un tipo de manipulación de mercado a la hora de transponer la legislación europea, conviene analizar ahora otro error, consciente o inconsciente, en la transposición de las Directivas europeas. En líneas generales, debido a una falta de sintonía entre la trasposición del tenor literal de determinados preceptos de la vigente Directiva de abuso de mercado y la regulación española sobre el Mercado de Valores, se utilizó el concepto de “información privilegiada” que a nivel europeo tiene una significación y a nivel español tiene otra.

Así, la normativa española, que no la europea, distingue entre información privilegiada e información relevante; la legislación europea sólo hace referencia a “información privilegiada”. ¿Cuál es el problema de esta terminología asincrónica? Fundamentalmente que al referirse el artículo 284 CP a “información privilegiada” podría arribarse, en una interpretación estricta del término, a la conclusión de que se superpone con el contenido del artículo 285 CP, que castiga el delito de abuso de información privilegiada¹⁷⁵. Se configuraría entonces el delito 284 CP como un delito especial propio que sólo podría ser cometido por quien posee información privilegiada y está sujeto por tanto a un deber de abstención de operar sobre la base de dicha información antes de que sea comunicada al mercado, lo cual prácticamente vaciaría de contenido al referido precepto.

Sin embargo, dicha interpretación, si bien deseable desde el prisma penal puesto que en dicho ámbito se deben favorecer las interpretaciones estrictas y no extensivas de la norma, lo cierto es que resultaba incoherente con la propia naturaleza del delito de manipulación de mercado. Ésta no consiste en operar sobre la base de información

174 En un sentido similar indica CARLOS ZABALA, *Los delitos bursátiles*, 2011, p. 237 que el Código penal “sólo” castiga asegurar una posición dominante si es con la finalidad de fijar precios en niveles artificiales o anormales.

175 Así, por ejemplo, CARLOS ZABALA, *Los delitos bursátiles*, 2011, p. 235, quien, pese a reconocer que el origen de la terminología empleada por el Código penal son las directivas europeas, sin embargo considera que el concepto de información privilegiada que debe manejarse en la interpretación del artículo 284 CP es el de la legislación bursátil española.

privilegiada sino que difundir información – relevante en terminología de la normativa española / privilegiada en terminología de la normativa europea – para manipular los precios de los títulos valores que surgirían de una oferta y demanda pura. Expresado de otra manera: por definición, el delito de manipulación de mercado es un delito común. Así lo señala correctamente la propuesta de Directiva:

*El delito relacionado con la información privilegiada debe aplicarse a personas que posean información de la que sepan que es información privilegiada. El delito de manipulación del mercado es aplicable a todo el mundo*¹⁷⁶.

Precisamente por ello no resulta en absoluto extraño que en el artículo 2 de la propuesta de Directiva se contenga la siguiente definición :

“información privilegiada “: toda información a tenor de lo establecido en el artículo 6 del Reglamento (UE) no ... del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado.

Por su parte el artículo 6 del Reglamento que se menciona en la directiva contiene la siguiente definición de información privilegiada:

La información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría influir de manera significativa sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos.

Más adelante especifica:

A los efectos de la aplicación del apartado 1, se entenderá por información que, de hacerse pública, podría influir de manera significativa sobre los precios de los instrumentos financieros, de los contratos al contado de materias primas relacionados con ellos, o de los productos subastados basados en derechos de emisión,

aquella información que un inversor razonable probablemente utilizaría como parte de los fundamentos de sus decisiones de inversión.

La mayor parte de los autores consideran que el concepto de información privilegiada contenido en el artículo 284 CP debe entenderse referido al artículo 81 LMV. No obstante, debe insistirse en que dicha referencia no debe ser tan pacífica como pudiera pensarse. Y es que, si bien es cierto que, en principio la normativa española distingue entre información privilegiada e información relevante e información societaria relevante del emisor, lo cierto es que la normativa comunitaria denomina a todas estas informaciones como información privilegiada. Toda vez que la norma penal española trae causa de la normativa comunitaria – según el propio Preámbulo de la LO 5/2010 – , resulta más adecuada una interpretación conforme a la Directiva comunitaria, y englobar los tres tipos de informaciones en el artículo 284 CP. De hecho, resulta más adecuado a la lógica de la reforma vincular el artículo 284.3 CP con el artículo 82 de la LMV que referirlo al artículo 81 LMV¹⁷⁷.

Si bien se pueden plantear no pocas objeciones a esta interpretación, lo cierto es que el principio de interpretación conforme a las normas europeas proporciona un sustento sumamente válido al respecto¹⁷⁸. En este sentido, si bien constituye una máxima conocida que las Directivas europeas no pueden generar obligaciones (menos aún penales) para los ciudadanos, lo cierto es que la interpretación conforme a la normativa europea del concepto de información privilegiada – es decir: la extensión que se le da en el ámbito europeo, y no en el ámbito nacional – no genera obligación alguna, sino que especifica el contenido de un elemento normativo del tipo penal de conformidad con la norma europea.

Si bien en la actualidad se puede discutir sobre la distinción entre información privilegiada e información relevante a los efectos de subsunción del artículo 284 CP, lo cierto es que si se aprueba la mencionada Directiva y el correspondiente Reglamento el margen de interpretación quedará

176 COM(2011) 654 final p. 6.

177 En un sentido similar DIEGO JOSÉ GÓMEZ INIESTA, “Utilización de información privilegiada y manipulación de cotizaciones”, en: ARROYO ZAPATERO/CRESPO BARQUERO/NIETO MARTÍN (coords.), *La armonización del Derecho penal español: una evaluación legislativa*, 2006, pp. 165 s. consideraba, cuando el texto todavía no estaba aprobado, que sería más conveniente la referencia a “información relevante” en lugar de “información privilegiada” explicando acertadamente que nuestra legislación administrativa pone el acento en la capacidad de la información para influir en la decisión del inversor, acogiendo la doctrina jurisprudencial norteamericana sobre el “hecho relevante” (*material fact*). Si bien el texto ha permanecido inalterado en la tramitación, lo cierto es que existen razones de política criminal y de armonización con el Derecho europeo que abogan por una interpretación en el sentido expuesto.

178 Por muchos vid., MARTIN BÖSE, *Nomos Kommentar zum Strafgesetzbuch*, 3ª ed., 2010, previo a §§ 3/61 s.; HELMUT SATZGER, en SIEBER / BRÜNER / SATZGER (eds.), *Europäisches Strafrecht*, 2011, §§ 9/50 ss.; WERLE / JESSBERGER, *Strafgesetzbuch. Leipziger Kommentar*, 12ª ed., 2007, previo a §§ 3/280 ss., todos con ulteriores referencias doctrinales y jurisprudenciales, si bien centradas en el ámbito de la corrupción privada. En España, por todos, las reflexiones del máximo experto español en esta materia de manera sintética en ADÁN NIETO MARTÍN, “Legitimidad y aplicación práctica del Derecho penal europeizado”, en: *El nuevo Código penal*. XXXII Jornadas de Estudio de la Abogacía. Abogacía General del Estado, 2011, pp. 269 ss.

definitivamente zanjado, puesto que deberá sancionarse penalmente, por imperativo europeo, la manipulación de mercado sobre la base de lo que el artículo 6 del Reglamento considera información privilegiada – y que incluye lo que se denomina información relevante en el ámbito regulatorio español –.

4.4 Cuatro supuestos problemáticos en la órbita penal: las ventas en corto (*short selling*), la negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*), los *dark pools* y el *rating* de la deuda soberana

4.4.1 Introducción

En tiempos relativamente recientes, se han producido una serie de acontecimientos tanto en España como en otros países con una estructura financiera similar que han provocado el cuestionamiento penal de determinadas instituciones y, sobre todo, de las conductas de operadores financieros con una larga trayectoria. En este sentido, la crisis financiera de 2008-2012 ha provocado una concienciación global de la relevancia de los mercados financieros – en sentido amplio – y la necesidad de una respuesta homogénea a lo que se ha percibido por la ciudadanía y la clase política como “ataques” a la estructura fundamental de los Estados. De esta manera, determinadas tácticas de “negociación depredadora” (*predatory trading*), pueden resultar de difícil asimilación por el público generalizado cuando la realización de las mismas impacta decisivamente en la solvencia del propio Estado¹⁷⁹.

Así, al margen de estructuras características de manipulación de mercado¹⁸⁰, las siguientes páginas van destinadas a analizar la problemática que las

nuevas formas de negociación en el mercado de capitales están provocando, por un lado, y, por otro, las consideraciones recientes que se están produciendo sobre problemas que resultan “viejos conocidos” de la regulación de los mercados.

4.4.2 Las ventas en corto (*short selling*)

Una lectura somera de la prensa económico-financiera de los últimos años arroja un resultado difícilmente cuestionable: las ventas en corto (*short selling*)¹⁸¹ – principalmente las ventas en corto en descubierto (*naked short selling*)¹⁸² – han sido consideradas como parte de los artifices que han provocado – o al menos agravado – la crisis financiera internacional¹⁸³. Así, en relación con las posiciones cortas respecto de la deuda soberana española, el Fiscal General del Estado consideró que se trataba de conductas propias de “terrorismo financiero” y se estableció como política *quasi* estatal la lucha contra las mismas. Concluir la relevancia penal de dichos comportamientos resulta casi obligado a partir del calificativo “terrorista” empleado por el máximo representante de la voluntad represora del Estado español.

Por lo general, la polémica con los cortos – sobre todo con las ventas en corto en descubierto – se produce en los mercados con una tendencia bajista (*Bear Market*), puesto que pueden conducir a impulsar una caída libre de las cotizaciones (*bear raid*)¹⁸⁴, y, en determinadas situaciones históricas – como la recientemente acontecida – a profundizar una crisis financiera¹⁸⁵. No obstante, sin perjuicio de que es en estos momentos en los que las ventas en corto adquieren una mayor relevancia, tanto jurídica como mediática, lo cierto es que este tipo de transacciones también producen una clara señal para otros inversores, que la toman como referencia

179 Sobre este tipo de negociación, que obliga a los grandes traders a liquidar posiciones a precios que no les resultan en absoluto conveniente, vid. el clásico trabajo de MARKUS BRUNNERMEIER / LASSE PEDERSEN, “Predatory Trading”, *The Journal of Finance* 60 (2005), pp. 1825 ss.

180 En el ámbito penal vid. CARLOS GÓMEZ-JARA, “La Reforma del Artículo 284 del Código Penal: Menos Maquinación y Más Manipulación” en: DÍAZ MAROTO (Dir.), *Estudios sobre las Reformas del Código penal*, 2011, pp. 404 ss.; CARLOS GÓMEZ-JARA, “La manipulación de mercado en Código penal español”, en: SILVA SÁNCHEZ, (Dir.) / PASTOR MUÑOZ (Coord.), *El nuevo Código penal. Comentarios a la Reforma*, 2011, pp. 234 ss.; COLUSSI, *Kapitalmarktsstrafrecht-Insiderhandel und Marktmanipulation*, 2010, *passim*.

181 Vid. con carácter introductorio LAUREN COHEN / CHRISTOPHER MALLOY, “Introduction to Short Selling”, *Harvard Business School Background Note* 212-079, marzo 2012; vid. sobre las cuestiones debatidas en la actualidad GREG GREGORIUS (ed.), *Handbook of Short Selling*, 2011. Sobre la información de la que disponen los operadores de posiciones cortas vid. BOEHMER / JONES / ZHANG, “Which Shorts are Informed?”, *Journal of Finance* 63 (2008), pp. 491 ss.

182 Sobre la distinción entre *short selling* y *naked short selling* vid. TYROLT/BINGEL, “Short Selling – Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen”, *BB* (2010), pp. 1419 s. Sobre la segunda modalidad, la más debatida, vid. VELJKO FOTAK / VIKAS RAMAN / PRADEEP K. YADAV, *Naked Short Selling: The Emperor's New Clothes?*, 2009.

183 Sobre la profundización de la crisis como consecuencia del pánico financiero y la relevancia de las posiciones cortas vid. HARRISON HONG / JEREMY C. STEIN, “Differences of Opinion, Short Selling Constraints, and Market Crashes”, *The Review of Financial Studies* 16 (2003), pp. 487, 516, manteniendo que existe un determinado tipo de información que sólo aflora cuando existen importantes declives del mercado.

184 Sumamente interesante el análisis de la reserva federal estadounidense elaborado por ROBERT BATTALIO / HAMID MEHRAN / PAUL SCHULTZ, “Market Declines: Is Banning Short Selling the Solution?”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 518 (2011) quienes, analizando diversos acontecimientos histórico-financieros – entre ellos, la bajada en el *rating* de la deuda soberana estadounidense –, consideran que los descensos en las cotizaciones de las acciones no son motivados ni exacerbados por las ventas en corto.

185 Vid. por ejemplo, las autorizadas opiniones de HARRISON HONG / JEREMY STEIN, “A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets”, *The Review of Financial Studies* 16 (2003), pp. 487, 516. Una visión más actualizada, si bien un tanto tendenciosa, en NORBERT HORN, “Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und das Risikomanagement zur globalen Finanzkrise”, *BKR* 2008, pp. 452, 459.

para efectuar determinadas operaciones. Tales prohibiciones generales se establecieron tanto en el marco de la crisis del mercado financiero del año 2008 como con ocasión de la crisis de Grecia en el año 2010, después de haber identificado las ventas en corto como factores nocivos en ambas crisis.¹⁸⁶

Es por ello que sólo una conclusión precipitada permite afirmar, sin más, que este tipo de conductas tiene relevancia penal – menos aún, que admitan el calificativo de “terroristas” -. Ciertamente, no se puede desconocer que determinadas conductas de las ventas en corto pueden alcanzar el umbral jurídico-penal; pero no cabe sostener su tipicidad penal *per definitionem*. Así, deben tomarse en consideración, al menos, tres factores decisivos sobre las mismas. En primer lugar, las ventas en corto proporcionan liquidez a los mercados¹⁸⁷ al disminuir el diferencial o *spread* entre oferta y demanda (*Bid* y *Ask*), lo cual, en momentos como en el actual, en el que la liquidez es un bien preciado, debe ser positivamente valorado. En segundo lugar, los operadores jurídicos que se dedican principalmente a las ventas en corto, son los primeros indicadores de conductas fraudulentas – en sentido amplio – por parte de las entidades sobre cuyas acciones – o asimilados – realizan las ventas en corto. En tercer lugar, numerosas instituciones – algunas vitales para la sanidad de los mercados financieros – utilizan las ventas en corto para proteger sus posiciones dado que resulta una estrategia de *hedging* o cobertura comúnmente utilizada¹⁸⁸.

Dichos motivos ponen de manifiesto que la relación entre las ventas en corto y la manipulación de

mercado es uno de los contextos financieros donde se muestra claramente que *existen importantes dificultades a la hora de establecer el umbral del riesgo permitido en este ámbito de regulación jurídico-penal*. Para poder adentrarse correctamente en esta materia, ha de diferenciarse, dentro de las ventas en corto (*short selling*)¹⁸⁹, en primer lugar entre ventas en corto cubiertas (*short selling*), en las que el vendedor ha adquirido previamente la posesión de los títulos a través de un préstamo de títulos-valor; y, en segundo lugar, las ventas en corto en descubierto (*naked short selling*), en las que el vendedor obtiene la acción con posterioridad a la venta mediante préstamo o compraventa¹⁹⁰.

El historial regulatorio de las ventas en corto resulta sumamente significativo de la paulatina importancia que han ido cobrando en el contexto regulatorio financiero. En un primer momento, las ventas en corto, en principio, hasta mediados de 2010 no estaban prohibidas en el ámbito europeo. Las autoridades reguladoras nacionales europeas (CNMV en España o *BaFin* en Alemania) tenían la posibilidad de prohibir las ventas en corto –siempre cumpliendo con el mandato de proporcionalidad– por completo o en relación con determinados instrumentos financieros. Sin embargo, en ciertos países¹⁹¹, con ocasión de la crisis griega del año 2010, ahora las ventas en corto descubiertas –entre otras operaciones– de acciones negociadas en bolsas de dichos EE.MM. están prohibidas casi por completo. Se pretende mediante esta prohibición – junto con el objetivo de garantizar preventivamente la estabilidad e integridad de los mercados financieros –

186 Sobre un contexto regulatorio adecuado para las posiciones cortas vid. EMILIOS AVGOULEAS, “A New Framework for the Global Regulation of Short Sales. Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient”, *Stanford Journal of Law Business & Finance* 15 (2010), pp. 376 ss. proponiendo una combinación entre revelación al mercado y sistema de cortocircuito que serviría tres objetivos: primero, mantener la liquidez aumentando las posiciones cortas y la valiosa información que conllevan estas operaciones; segundo, corregir las presiones bajistas motivadas por el efecto “manada” y la irracionalidad de mercado; tercero, conduciría a un régimen más compatible entre las necesidades de mercado y las percepciones de los regímenes locales. Vid. no obstante LUIZ FÉLIX / ROMAN KRÄUSSL / PHILIP STORK, *The 2011 European Short Sale Ban on Financial Stocks: Cure or Curse?*, 2013 concluyendo que “Although the ban succeeds in curbing further selling pressure on financial stocks, by redirecting trading activity towards the index option market, this result comes at the cost of increased risk aversion levels and some degree of market failure”. Sobre el nuevo planteamiento en el Reglamento europeo que regula las posiciones cortas vid. JENNIFER PAYNE, “The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe”, *European Business Organization Law Review* 13 (2012), pp. 443 ss.

187 Se atribuye al comportamiento en el mercado de la venta en corto el efecto positivo de producir ulterior liquidez en los mercados y generar menos burbujas en la cotización producidas por la actuación de agentes en el mercado que actúan de modo demasiado optimista. Así, CRISTIAN SCHMIES, “Behavioral Finance und Finanzmarktregulierung”, en: ENGEL, *Recht und Verhalten*, 2007, pp. 185 s. considera que es un correctivo frente a la irracionalidad eufórica. Para una visión anterior a la crisis financiera de las diversas posiciones a favor y en contra de las ventas en corto vid. ARTURO BRIS / WILLIAM GOETZMANN / NING ZHU, “Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World”, *The Journal of Finance* 62 (2007), pp. 1029 ss.

188 Vid. MARKUS K. BRUNNERMEIER / LASSE HEJE PEDERSEN, “Predatory Trading”, *The Journal of Finance* 60 (2005), pp. 1825 ss.

189 EBERHARD SCHWARK, *WpHG*, §20a n.m. 30; en el mismo sentido EBERHARD SCHWARK, “Kurs- und Marktpreismanipulation”, en: EKKENGA / HADDING / HAMMEN (eds.), *Festschrift Kümpel*, 2003, pp. 485, 492; KARSTEN ALTENHAIN, “Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz”, *BB* (2002), pp. 1874, 1877; ampliamente MICHAEL ARLT, *Der strafrechtliche Anlegerschutz vor Kursmanipulation*, 2004, pp. 337 s.

190 En este contexto, la *BaFin* [Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, institución federal alemana para la supervisión de los servicios financieros] sostiene la tesis de que hay que considerar la venta en corto “cubierta” también en aquellos casos en los que el vendedor en el momento de la venta tiene un derecho no condicionado a la entrega de esas acciones. El legislador adoptó a mediados de 2010 en gran medida esta definición en el nuevo § 30h I 3 *WpHG* [Wertpapierhandelsgesetz]. De acuerdo con esta perspectiva, concurre una venta en corto en descubierto cuando al final del día de la venta el vendedor de los títulos valores no sea propietario de todos los títulos valores vendidos y tampoco tenga un derecho obligacional o real ejecutable de modo incondicionado a la transmisión de una cantidad equivalente de títulos-valor de la misma especie.

191 Conforme al § 30h *WpHG*, introducido por la Ley para la prevención de negocios abusivos con títulos valores y derivados, de 21.7.2010. El Proyecto de Ley del Gobierno alemán establece, aparte de la prohibición de las ventas en corto en descubierto –calificadas por la

expresamente también impedir la realización de manipulaciones del mercado.¹⁹² La introducción de las mencionadas prohibiciones, así como de la prohibición de permutas de cobertura por impago – conocidos comúnmente por sus siglas en inglés CDS (*Credit Default Swap*) se produjo como una opción singular de ciertos estados – principalmente Alemania –, sólo afectando en el plano nacional. Sin embargo, en tiempos recientes, tal y como ya se ha avanzado, la Unión Europea ha entrado en esta parcela regulatoria con el Reglamento sobre ventas en corto y permutas de cobertura por impago¹⁹³.

Como se ha anticipado, se ha discutido intensamente, incluso antes de la crisis financiera de este siglo, en qué medida las ventas en corto en descubierto, en cuanto negocios efectivos, o, en su caso, mandatos de venta, podían subsumirse en los tipos existentes sobre manipulación del mercado. En el caso de la modalidad de manipulación del llamado *short and distort* – de subsunción más evidente –, los cortos diseminan datos relevantes para la cotización, negativos y falsos, o engañosos, para así obtener beneficios en el subsiguiente negocio por los precios del mercado reducidos. En este ámbito, la asimetría de información y el error entre los planos macro y microeconómico, por lo tanto, no se producen mediante una manipulación operativa, sino por los datos incorrectos o engañosos, en cuanto manipulación informativa.

De acuerdo con la voluntad tradicional de los legisladores nacionales, no se ha perseguido imponer una prohibición generalizada a las ventas en corto por constituir manipulación de mercado; y ello, principalmente, como hemos referido anteriormente, debido a sus efectos perfectamente positivos en determinadas

situaciones del mercado¹⁹⁴. Ahora bien, resulta igualmente cierto que las ventas en corto pueden constituir un acto de manipulación del mercado en aquellos casos en los que constituyan un engaño acerca de la situación del negocio¹⁹⁵. Se aduce en contra de la criminalización de las ventas en corto el hecho de que el corto nunca engaña, ya que sus transacciones suponen negocios efectivos; es decir, no les corresponde, en puridad, ningún contenido declarativo adicional¹⁹⁶. En particular, se dice que es inadecuado interpretar que el encargo de la transacción contiene una afirmación concluyente de que no estaría actuando de buena fe; esto es, que se estaría actuando para incidir sobre el precio de mercado¹⁹⁷. De acuerdo con otros autores, la venta en corto ha de aprehenderse penalmente exclusivamente en la modalidad del llamado *abusive naked short selling* de modo que sólo el engaño sobre la disposición real de cumplimiento al vencimiento tendría relevancia¹⁹⁸.

Por lo tanto, de acuerdo con lo expuesto, habría que considerar una manipulación ilícita del mercado al menos a aquellas ventas en corto (o los correspondientes mandatos de venta) que, sin ser una de las prácticas lícitas del mercado, únicamente sirven al objetivo (intermedio)¹⁹⁹ de orientar al mercado en una determinada dirección mediante el efecto-sígnal de las propias transacciones²⁰⁰. Tal conducta genera beneficios cuando el contenido de información de la sobreoferta durante un breve plazo impulsa a otros inversores a llevar también a cabo ventas.²⁰¹ Sin este efecto-sígnal, los efectos sobre la cotización de la venta y la subsiguiente compra de cobertura se neutralizarían mutuamente (aunque con una diferencia temporal).²⁰²

El corto puede comprar la cobertura necesaria (para cumplir con la obligación de devolución

Exposición de Motivos como “transacciones que potencialmente intensifican la crisis” – en la nueva redacción del § 30i *WpHG* (a partir de su entrada en vigor el día 26.3.2012), nuevos deberes de comunicación y de publicación en el caso de ventas en corto cubiertas para los titulares de las llamadas posiciones netas de venta en corto, que dependen en sus características y alcance del porcentaje que corresponde a la posición neta de venta en corto en cuanto al conjunto de las acciones emitidas por una empresa.

192 Vid. JOCHEN TYROLT / ADRIAN BINGEL, “ShortSelling – Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen”, *BB* (2010), pp. 1419, 1421 ss.

193 Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago. COM(2010) 482.

194 Cfr. ya URSULA LENZEN, *Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung*, 2000, pp. 12 s.

195 TIDO PARK, “Kapitalmarktstrafrechtliche Neuerungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetz” *BB* (2003), pp. 1513, 1514; de manera más reciente TIDO PARK (ed.), *Kapitalmarktstrafrecht. Handkommentar*, 2ª ed., 2008; KARSTEN ALTENHAIN, “Die Neuordnung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz”, *BB* (2002), pp. 1874, 1877; en sentido similar ANNA TRÜSTEDT, *Das Verbot von Börsenkursmanipulationen*, 2004, pp. 199 s. con matizaciones respecto de la voluntad de los legisladores nacionales.

196 KARSTEN ALTENHAIN, “Die Neuordnung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz”, *BB* (2002), pp. 1874, 1878.

197 KARSTEN ALTENHAIN, “Die Neuordnung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz”, *BB* (2002), pp. 1874, 1878.

198 GERSON TRÜG, “Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar?” *NJW* 2009, pp. 3202, 3205; VOGEL, en: ASSMANN / SCHNEIDER, *WpHG*, 5ª ed., 2009, §20a n.m. 221 con referencia a otra normativa internacional.

199 DIMITRIS ZIOUVAS, “Das neue Recht gegen Kurs- und Marktpreismanipulation im 4. Finanzmarktförderungsgesetz” *ZGR* 2003, pp. 113, 137. Más desarrollado DIMITRIS ZIOUVAS, *Das neue Kapitalmarktstrafrecht – Europäisierung und Legitimation*, 2005.

200 DANIEL ZIMMER / THOMAS BEISKEN, “Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda”, *WM* 2010, pp. 485, 488; vid. igualmente WORMS, en: ASSMANN/SCHÜTZE, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 3ª ed., 2007, §9 n.m. 132; DANIEL R. FISCHER / DAVID J. ROSS, “Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets”, *Harvard Law Review* 105 (1991), pp. 503, 521.

201 URSULA LENZEN, *Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung*, 2000, p. 18; JÖRG MAILLE, *Der Straftatbestand der Kurs – und Marktpreismanipulation nachdem Wertpapierhandelsgesetz*, 2006, p. 172.

202 DANIEL ZIMMER / THOMAS BEISKEN, “Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda”, *WM* 2010, pp. 485, 488.

al prestador o la entrega al comprador) a un mejor precio, generando así la diferencia entre el precio de venta y de compra como beneficio propio. En estos casos, el sujeto que lleva a cabo la manipulación simula de modo objetivamente concluyente una motivación de la transacción lícita inexistente (además del dolo de incidir en el precio); esa motivación lícita es la única base de motivación para las transacciones que es considerada legítima por la práctica habitual del mercado y por ello se genera una expectativa²⁰³.

A este respecto, se considera habitualmente que en el plano del dolo, basta con la concurrencia de dolo eventual. En ocasiones se plantea la objeción de que determinados preceptos sirven exclusivamente a la garantía del establecimiento de veracidad formal respecto de la cotización en cuanto base real del mercado, por lo que no podría ser el criterio decisivo cuál es la situación de motivación de los mandantes, ya que ésta no podría comunicarse en el mercado anónimo²⁰⁴. Sin embargo, ello no tiene en cuenta que en determinadas regulaciones se exige un deber de manifestación de circunstancias relevantes para la valoración – cuya infracción es susceptible de pena – dado que al Legislador, incluido el penal, también le importa la veracidad material de las cotizaciones en el marco de la formación de precios. Y esta veracidad material también puede resultar falseada por negocios efectivos, pero que conforme a determinadas perspectivas pueden ser considerados manipulatorios.

En consecuencia, se ha considerado que resulta de aplicación con especial claridad la prohibición de manipulación cuando en determinadas situaciones del mercado, por su especial carácter sensible, el órgano supervisor imponga una prohibición parcial (esto es, referida a determinados instrumentos financieros o a determinado grupo de instrumentos financieros) o general de ventas en corto, o cuando es aplicable por ministerio de la Ley a determinadas ventas en corto. En estos casos, resulta suficiente, en teoría, la ejecución de la venta en corto, puesto que contradice ya objetivamente la *praxis* lícita

de mercado. En efecto, ésta implica ya la señal defraudatoria que consiste precisamente – teniendo en cuenta la prohibición – en no estar llevando a cabo una venta en corto con el negocio/encargo, que no es externamente identificable como tal. En estas situaciones, el Derecho penal sirve accesoriamente por vía del carácter concluyente también para reforzar la estabilización del mercado o, en su caso, la emisión de una disposición general, aunque su intervención proteja de modo primario y específico los bienes jurídicos del tipo penal de la manipulación²⁰⁵.

La prohibición de aquellas ventas en corto que exclusivamente se dirigen a tener efectos sobre el precio a través del tipo penal de la manipulación sirve a la eficiencia informativa de las bolsas, puesto que su relativa confiabilidad a través de precios de referencia también es el punto de partida, precisamente, de determinados derivados y *stop-loss-orders* u órdenes para cortar la pérdida. Esto último, y precisamente en situaciones de un pánico de ventas producido o incrementado por ventas en corto, puede conducir a una tendencia bajista a modo de avalancha²⁰⁶.

El hecho de que los reguladores, en conjunción con la ESMA, tengan la posibilidad de prohibir con carácter general las ventas en corto o los negocios “equivalentes en estructura y efectos”, con el fin de mantener la seguridad del sistema financiero, precisamente no permite deducir *sensu contrario* que en los demás casos las ventas en corto u otros negocios similares –aunque se haga uso de ellos de modo intencionado para incidir en el precio– nunca podrían constituir conductas típicas de manipulación de mercado. En todo caso, son acordes a la *praxis* del mercado, sin embargo, las ventas en corto que resultan lícitas en el marco de negocios propios y por mandato de los agentes de cambio y bolsa.

En la bibliografía se han formulado objeciones en contra de la posición de estimar que las ventas en corto en determinadas circunstancias puedan ser consideradas prohibidas.²⁰⁷ Como

203 SORGENFREI, en: TIDO PARK (ed.), *Kapitalmarktstrafrecht. Handkommentar*, 2ª ed., 2008, §§ 20a, 38, 39 WpHG n.m. 23; ANDREAS MÖLLER, “Die Neuregelung des Verbots der Kurs – und Marktpreismanipulation in Vierten Finanzmarktförderungsgesetz”, *WM* 2002, pp. 309, 313; MARIALENA PAPACHRISTOU, *Die strafrechtliche Behandlung von Börsen – und Marktpreismanipulationen*, 2006, p. 213.

204 SORGENFREI, en: TIDO PARK (ed.), *Kapitalmarktstrafrecht. Handkommentar*, 2ª ed., 2008, §§20a, 38, 39 WpHG n.m. 144.

205 Sobre los bienes jurídicos protegidos por el delito de manipulación de mercado vid. CARLOS ZABALA, *Los delitos bursátiles*, 2011, pp. 217 s. con ulteriores referencias.

206 CHRISTIAN SCHRÖDER, *Kapitalmarktstrafrecht*, 2007, pp. 182 s. No obstante, lo cierto es que los análisis que se han venido llevando a cabo en tiempos recientes sobre el comportamiento en manada de los inversores institucionales muestra que las prohibiciones de los cortos no han tenido un efecto sobre el mismo, mucho menos en contra del mismo. Vid. MARTIN BOHL / ARNE KLEIN / PIERRE SIKLOS, “Shortselling Bans and Institutional Investors Herding Behavior: Evidence from the Global Financial Crisis”, *Center for International Government Information* 18 (2013).

207 Cfr. KARSTEN ALTENHAIN, “Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz”, *BB* (2002), pp. 1874, 1877; URSULA LENZEN, *Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung*, 2000, pp. 18 s., 252 s.; CHRISTIAN SCHRÖDER, *Kapitalmarktstrafrecht*, 2007 Capítulo III 7 nn.mm. 501 s.; ANNA TRÜSTEDT, *Das Verbot von Börsenkursmanipulationen*, 2004, pp. 197 ss.; en contra ULRICH SORGENFREI, en: TIDO PARK (ed.), *Kapitalmarktstrafrecht. Handkommentar*, 2ª ed., 2008, §§20a, 38, 39 WpHG n.m. 140; ULRICH SORGENFREI, “Zum Verbot der Kurs – oder Marktpreismanipulation nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz”, *wistra*, 2002, pp. 321, 328.

argumento principal, se aduce en este contexto que al ordenamiento jurídico y económico alemán precisamente no le es ajeno que se concluyan contratos obligacionales de carácter vinculante sobre cosas que aún no le pertenecen al sujeto desde la perspectiva de los Derechos reales²⁰⁸. Se dice, en este sentido, que el vendedor declara meramente que suministrará el objeto vendido, pero precisamente no declara que también disponga de él²⁰⁹. Finalmente, se afirma que si algunos participantes en el mercado tienen otra percepción de la situación, el error no se podrá imputar en ningún caso al pretendido manipulador.

4.4.3 La negociación de alta frecuencia (High Frequency Trading)

Si las ventas en corto y su relación con la manipulación de mercado a nivel nacional e internacional han constituido un tema recurrente de discusión desde hace tiempo, parece poder afirmarse que la negociación de alta frecuencia - *High Frequency Trading [HFT]* -²¹⁰ constituirá en el futuro una importante fuente de controversia en materia de manipulación de mercado²¹¹. En la actualidad, prácticamente todas las agencias reguladoras de los mercados internacionales están discutiendo qué tipo de regulación resulta idónea

para esta forma de negociación bursátil²¹². Si bien el debate ya existía con anterioridad, parece poder afirmarse con cierta solvencia que la polémica quedó definitivamente servida con el denominado *Flash Crash* de 6 de mayo de 2010²¹³ en el que, *en un espacio de 30 minutos*, los índices bursátiles estadounidenses sufrieron un descenso de entre un 5% - 6% para recuperarse inmediatamente.

Como decimos, los reguladores han venido publicando en estos últimos años diversos principios para abordar la problemática intrínseca en este tipo de negociación. Así, en lo que se refiere a los ordenamientos que se vienen analizando en este trabajo, la SEC²¹⁴, la ESMA²¹⁵, IOSCO²¹⁶ y la CNMV²¹⁷ han venido publicando diversos trabajos en los que se aborda la negociación de alta frecuencia. De nuevo, la velocidad a la que evolucionan los mercados deja prácticamente desfasada cualquier regulación incluso antes de que entre en vigor, como parece ser el caso de la propuesta de un nuevo reglamento europeo²¹⁸.

En líneas generales se puede afirmar que la contribución a la liquidez y eficiencia del mercado, unidas a una reducción de costes y mayor rentabilidad, ha permitido que este tipo de mecanismos financieros se hayan extendido

208 CHRISTIAN SCHRÖDER, *Kapitalmarktstrafrecht*, 2007 Capítulo III 7 n.m. 499; MARIALENA PAPACHRISTOU, *Die strafrechtliche Behandlung von Börsen- und Marktpreismanipulationen*, 2006, p. 215.

209 CHRISTIAN SCHRÖDER, *Kapitalmarktstrafrecht*, 2007 Capítulo III 7 n.m. 501; URSULA LENZEN, *Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung*, 2000, p. 209; MANFRED WOLF, "Das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation" en: HEINRICH/ HILGENDORF / MITSCH / STERNBERG-LIEBEN (eds.), *Festschrift für Weber*, 2004, pp. 641, 651.

210 Para una interesante y anecdótica introducción a la creación de este sistema de negociación vid. SCOTT PATTERSON, *Dark Pools. The Rise of A.I. trading machines and the looming threat to Wall Street*, 2012, detallando los avatares de Josh Levine y la creación de la plataforma *Island*. Sobre la *HFT* vid. PETER GOMBER, BJÖRN ARNDT, MARCO LUTAT, TIM UHLE, *High-Frequency Trading, Deutsche Börse Group*, 2011, distinguiendo de manera clara entre negociación algorítmica (*algo trading*), negociación de alta frecuencia (*HFT*) y negociación de alta frecuencia no algorítmica (*non algo HFT*). Este trabajo resulta especialmente interesante puesto que pretende reducir la importante brecha entre los trabajos académicos sobre *HFT* y la percepción del público, los medios de comunicación y, en fin, los reguladores. FRANK FABOZZI / SERGIO BOCARDI / CAROLINE JONAS, "High-Frequency Trading: Methodologies and Market Impact", *Exchange Organizational Behavior Teaching Journal* 19 (2011), pp. 7 ss.; FOKION ZERVOUDAKIS / DONALD LAWRENCE / GEORGE GONTIKAS, / MAJD AL MEREY, *Perspectives on High-Frequency Trading*, [disponible en: http://www0.cs.ucl.ac.uk/staff/f.zervoudakis/documents/Perspectives_on_High-Frequency_Trading.pdf]. En lengua española vid. SÁNCHEZ MONJO / PINEDA MARTINEZ, "La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (*High Frequency Trading*), Características y regulación", *Revista del Derecho de Mercado de Valores* n.º 12 (2013), pp. 227 ss.; GIL DE BLAS / GONZÁLEZ PUEYO / VILLANUEVA FRESÁN, *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*, CNMV (Documentos de Trabajo).

211 Vid. CARLOS GÓMEZ-JARA, "La Reforma del Artículo 284 del Código Penal: Menos Maquinación y Más Manipulación" en: DIAZ-MAROTO (Dir.), *Estudios sobre las Reformas del Código penal*, 2011, pp. 404 ss.; CARLOS GÓMEZ-JARA, "La manipulación de mercado en Código penal español", en: SILVA SÁNCHEZ (Dir.) / PASTOR MUÑOZ (Coord.), *El nuevo Código penal. Comentarios a la Reforma*, 2011, pp. 234 ss..

212 La negociación de alta frecuencia supone la utilización de algoritmos que pueden introducir en el mercado amplios volúmenes de órdenes en función de determinados parámetros de cotización, en cuestión de milisegundos.

213 Sobre el mismo vid. inicialmente el informe conjunto de la SEC y la CFTC, *Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010. Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues*, 30 de septiembre de 2010. No obstante, en tiempos recientes, las conclusiones de dicho informe han sido duramente cuestionadas por el estudio de ALBERT J. MENKVELD / BART ZHOU YUESHEN, *Anatomy of the Flash Crash*, 2013 [disponible en: papers.ssrn.com/abstract=2243520]. Una opinión más matizada en ANDREI KIRILENKO / ALBERT S. KYLE / MEHRDAD SAMADI / TUGKAN TUZUN, *The Flash Crash: The Impact of High Frequency Trading on an Electronic Market*, 2011 [disponible en: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1686004].

214 *Concept Release on Equity Market Structure*, 14 de enero de 2010 [previo al *Flash Crash*]. De manera más actualizada, vid. las contribuciones a la investigación *Computerized Trading: What Should the Rules of the Road Be?* llevada a cabo por THE COMMITTEE ON BANKING, HOUSING, AND URBAN AFFAIRS, SUBCOMMITTEE ON SECURITIES, INSURANCE AND INVESTMENT, Senado de EE. UU., 2012.

215 *Guidelines on Systems and Controls in a Highly Automated Trading Environment for Trading Platforms, Investment Firms and Competent Authorities*, Consultation Paper, Ref. ESMA/2011/224, July 20, 2011

216 *Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency*, Consultation Report 02/11, Julio 2011. Vid. igualmente *Principles for Dark Liquidity*, Final Report 06/11, May 2011.

217 GIL DE BLAS / GONZÁLEZ PUEYO / VILLANUEVA FRESÁN, *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*, CNMV, 2011, (Documentos de Trabajo).

218 Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) COM 2011/651.

rápidamente entre los operadores más relevantes. Sin embargo, la HFT conlleva una serie de externalidades²¹⁹ que, si bien pasaban un tanto desapercibidas al comienzo, en los últimos tiempos se han puesto en mayor evidencia – entre ellas, la posible manipulación de mercado, la desventaja de los pequeños inversores y, sobre todo, el efecto cascada que puede desencadenar -. El gran dilema regulatorio del futuro es mantener los beneficios de liquidez que conlleva el HFT y mitigar los riesgos asociados a la misma.

Expresado en términos quizás demasiado sencillos, con la digitalización de las operaciones financieras y la irrupción de los denominados “súper-ordenadores” en los mercados financieros, la operativa tradicional de los mercados financieros se vio sustancialmente alterada. Cuando las órdenes de compras y ventas de valores ya no dependían de personas físicas interactuando entre sí, sino que se vieron paulatinamente sustituidas por ordenadores capaces de procesar miles de órdenes por segundo, el mercado – tal y como venía siendo entendido tradicionalmente – sufrió una transformación sustancial. En lugar de personas físicas determinando cuáles eran los precios adecuados para un determinado título valor, los algoritmos introducidos en “maquinas inteligentes” cursan millones de órdenes diariamente que determinan finalmente el precio de mercado.

Con anterioridad a realizar un análisis más detallado, se puede observar que uno de los caballos de batalla en el ámbito europeo está siendo la determinación de si existe una intención real de negociar. Así, la propuesta de reglamento europeo considera que únicamente constituye una conducta manipuladora de mercado²²⁰ – de sanción administrativa, en principio - cuando no existe una intención real de negociar. Sin embargo, el Banco Central Europeo ha llamado la atención sobre la incorrección de este planteamiento indicando lo siguiente²²¹:

Las prácticas de negociación algorítmica pueden suponer un riesgo considerable para el interés público y deben ser consideradas como manipulación de mercado si son realizadas con alguno de los fines maliciosos especificados anteriormente, incluso aunque haya una intención real de negociar. En este sentido, el BCE sugiere a este respecto eliminar la referencia a la ausencia de intención de negociar.

Desde un punto de vista jurídico-penal, quizás la vía de solución sería seguir la recomendación del BCE respecto de la sanción administrativa de estas conductas – no exigir la intención real de negociar – y dejar para la tutela penal aquellas conductas donde no exista una voluntad real de negociar. En este sentido, da la impresión de que responde más a la lógica jurídico-penal sancionar aquellas conductas en las que la voluntad real difiere de la voluntad declarada, si bien no serán pocos los inconvenientes de prueba que surjan en este ámbito, máxime cuando resultará difícilmente diferenciable la voluntad del *trader* frente a la “voluntad” del algoritmo.

Si lo dicho hasta el momento ya pone de manifiesto que mediante la HFT se pueden producir casos de manipulación de mercado, lo cierto es que en tiempos relativamente recientes un caso ha sido objeto de cierto debate. Se trata del caso *Trillium Capital*. Esta firma de HFT realizó una serie de operaciones que se consideraron de mala fe debido a que, en puridad, no había voluntad real de negociar. Las órdenes cursadas, en realidad, pretendían dar la impresión de que existía una notable actividad en relación con determinados títulos valores. Ello provocó que otros operadores fueran inducidos a cursar miles de órdenes respecto de los mismos. Una vez que se ejecutaron las órdenes de dichos operadores, *Trillium Capital* canceló sus operaciones, obteniendo un beneficio importante y siendo posteriormente sancionada por *quote stuffing*²²².

Y es que, ciertamente, son numerosas las voces que indican que determinadas prácticas de HFT son injustas respecto del inversor medio o incluso respecto de inversores institucionales más sofisticados²²³. Así, muchas de las técnicas empleadas por los operadores de HFT no sólo son novedosas, sino que son opacas, difíciles de monitorizar y, en fin, representan una seria amenaza para la confianza de los inversores en el mercado. Si bien muchas de estas técnicas son absolutamente legítimas, se han identificado algunas que se acercan mucho a la manipulación de mercado²²⁴.

Dichas conductas han sido identificadas en el documento de trabajo de la CNMV²²⁵ al respecto, proporcionando la siguiente descripción:

219 JIADING GAI / CHEN YAO / MAO YE, *The Externalities of High-Frequency Trading*, 2012, [disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2066839>]

220 Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) COM 2011/651, Letra c) del apartado 3 del artículo 8.

221 Dictamen del Banco Central Europeo de 22 de marzo de 2012, DOUE C 161/3, 7.6.2012.

222 El *quote stuffing* consiste en emitir órdenes sin intención de negociar sino de alterar o interrumpir el sistema de negociación. Vid. COURTNEY COMSTOCK, *Huge: First High Frequency Trading Firm is Fined For Quote Stuffing and Manipulation*. Business Insider. 13 de septiembre 2010 (www.businessinsider.com).

223 Mc Gowan, c. 35.

224 EUROPEAN COMMISSION, CSD Proposal, p. 8

225 GIL DE BLAS / GONZÁLEZ PUEYO / VILLANUEVA FRESÁN, *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*,

Spoofing: esta práctica consiste en introducir una orden con la intención, no de ejecutarla, sino de cambiar el spread de compraventa.

Layering: consiste en una variante de la anterior en la que un participante incorpora una gran cantidad de órdenes limitadas a diferentes precios en un lado del mercado (compra o venta), con la intención de hacer creer que existe presión en un lado del mercado con el fin de negociar en el lado contrario cancelando inmediatamente las órdenes que previamente se han enviado.

Momentum ignition: consiste en remitir órdenes y ejecutar operaciones, simultáneamente a la difusión de rumores, con el ánimo de propiciar un cambio en los precios.

Estrategias de anticipación: el objetivo es la búsqueda de grandes operaciones aún no ejecutadas con la intención de anticiparse a ellas y tomar posiciones para beneficiarse de su impacto sobre los precios.

En este sentido, no resulta excesivamente difícil establecer un cierto paralelismo entre algunas de las referidas técnicas y ciertas conductas tradicionales de manipulación de mercado. Ello resulta especialmente cierto respecto de las técnicas direccionales de HFT y la manipulación operativa. Así, por poner un ejemplo, la HFT utiliza un ratio muy elevado de *order-to-trade* (órdenes de negociación), lo cual implica la cancelación de casi todas las órdenes cursadas a una velocidad muy elevada. Dichas órdenes son canceladas, teóricamente, debido a la actualización continua de información. Sin embargo, pueden desplegar un efecto importante de *layering* en el mercado, al simular una liquidez inexistente en el mercado. Por otro lado, la técnica de *pinging* resulta igualmente controvertida. Este tipo de órdenes no se basan en una intención real de llevar a cabo la transacción, sino que pretenden detectar dónde está la liquidez del mercado y descubrir actividad comercial que en principio pasa desapercibida para aprovecharse

de la misma. En pocas palabras: este tipo de órdenes no proporcionan liquidez al mercado y no benefician a nadie que no sea el operador que las está generando. Finalmente, las que tienen una vinculación más evidente con la manipulación de mercado, son las técnicas de *momentum ignition* puesto que, en puridad, pretenden engañar al mercado y confundir a los algoritmos de otros operadores. Ciertamente, la regulación contenida en el artículo 8(2)(c)²²⁶ – sin perjuicio de lo indicado más arriba sobre la “intención real de negociar” – de la propuesta de Reglamento europeo sobre abuso de mercado están dirigidas a combatir las técnicas apuntadas de *quote stuffing*, *layering* y *spoofing*.

En definitiva, existe un cierto consenso internacional en el sentido de que estas conductas pueden afectar a la integridad del mercado y de que su regulación, detección y sanción no resultan en absoluto fáciles. Más aún, como indica la propia CNMV “es imprescindible la cooperación entre los diferentes supervisores implicados para completar la investigación y las posibles sanciones a los participantes”.²²⁷ Ello no hace sino abogar por la necesidad de una protección penal transnacional de los mercados financieros.

4.4.4 Dark pools

Probablemente, no resulta comprensible la proliferación de los *dark pools* si no se tiene en cuenta el fenómeno antes referido de la negociación de alta frecuencia [HFT]. Precisamente porque los algoritmos de los súper-ordenadores eran capaces de detectar cuándo un determinado inversor relevante – v.gr. un inversor institucional – estaba adquiriendo o deshaciéndose de una posición – y apostar consiguientemente al alza o a la baja – dichos inversores han buscado el anonimato a la hora de realizar sus operaciones relevantes. En una era en la que la transparencia parece ser la tónica dominante, los operadores financieros – de toda índole – han comenzado a alejarse lo más posible de la “luz y taquígrafos” para “escondarse” en la penumbra²²⁸. Sólo así es posible comprender

CNMV, 2011, pp. 51 s. Vid. igualmente la descripción de IRENE ALDRIGE, *High Frequency Trading*, 2ª ed., 2013, pp. 195 ss., quien toma como referencia las técnicas de HFT identificadas por la *Commodity Futures Trading Commission* [CFTC] como potencialmente manipuladoras de mercado: *Latency Arbitrage, Spread Scalping, Rebate Capture, Quote Matching, Layering, Ignition, Pinging, Quote Stuffing, Spoofing, Pump-and-dump, Machine Learning*.

226 c) La formulación de órdenes en un centro de negociación a través de métodos de negociación algorítmica, incluida la negociación de alta frecuencia, sin intención de negociar, sino con el propósito de:

- perturbar o retrasar el funcionamiento del sistema de negociación utilizado en el centro de negociación;
- dificultar a otras personas la identificación de las órdenes auténticas formuladas en el sistema de negociación del centro de negociación, o
- crear una impresión falsa o engañosa sobre la oferta y demanda de un instrumento financiero.

227 GIL DE BLAS / GONZÁLEZ PUEYO / VILLANUEVA FRESÁN, *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*, CNMV, 2011, p. 52.

228 En un conocido discurso en el año 2010 la presidenta de la SEC MARY L. SHAPIRO indicó lo siguiente: hace cinco años, la gran parte de la capitalización bursátil cotizaba en el NYSE, que ejecutaba el 80% de volumen de dichos títulos. Hoy en día, el NYSE sólo ejecuta el 26% de las transacciones que se ejecutan sobre sus acciones. El resto de las operaciones se ejecutan en otras 10 mesas de negociación (*Exchanges*), más de 30 *Dark Pools* y más de 200 *broker-dealers* o intermediarios financieros que internalizan operaciones”. [MARY L. SHAPIRO, “Strengthening Our Equity Market Structure”, Discurso en el *Economic Club of New York*, 7 de Septiembre de 2010]. Los intentos de arrojar luz sobre los *Dark Pools* y el proceso de formación del precio en el interior de las mismas ha sido una constante desde hace varios años [vid. por ejemplo HANS DEGRYSE / MARK VAN ACHTER / GUNTHER WUYTS, “Shedding light on Dark Liquidity Pools”,

la proliferación de los denominados *dark pools* en los que el anonimato de los operadores financieros es el bien que se pretende proteger²²⁹ - se distingue así entre "lit markets" [mercados transparentes] y "dark markets" [mercados opacos], existiendo importantes correlaciones²³⁰ -. La protección que el Derecho penal puede brindar a dichos espacios financieros donde predomina el anonimato se antoja, cuando menos, como sumamente cuestionable.

En líneas generales, los *dark pools* son sistemas de negociación electrónicos sin pretransparencia de las órdenes, ni de precios ni de volúmenes, dentro del sistema. Según la ESMA, los *dark pools* pueden dividirse en dos grupos²³¹: aquéllos operados por empresas de inversión que cruzan órdenes de clientes internamente (*crossing systems*) y que no están sujetos a requisitos de pretransparencia al encontrarse fuera del marco de la directiva de abuso de mercado, y aquéllos operados por plataformas de negociación, como los SMN o los mercados regulados que utilizan las exenciones de pretransparencia de la directiva de abuso de mercado. Estos operadores pueden dirigir las órdenes de sus clientes a un mercado o a sus propios sistemas privados, en función de la disponibilidad, el precio y la preferencia de los clientes²³².

En el ámbito español, la CNMV ya ha comenzado a estudiar esta operativa. En el informe ya referido²³³ el regulador español se hace eco de las conclusiones de la IOSCO frente a la proliferación de las *Dark Pools* en los mercados financieros internacionales. Así, señalaba lo siguiente:

1. *El impacto de esta operativa en el proceso de formación del precio. Aunque la operativa fuera del mercado ya existía antes de la MiFID (acrónimo en inglés de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros, scil.), a medida que ésta aumenta, el impacto en el proceso de formación del precio es mayor, pudiendo llegar a suponer un efecto muy negativo. Los reguladores que respondieron a*

la consulta mencionaron que tenían políticas y marcos regulatorios encaminados a proteger la integridad del proceso de formación de precios, tales como, por ejemplo, asegurar que las órdenes transparentes recibidas tengan prioridad de ejecución sobre las ocultas si tienen el mismo precio, asegurar un alcance limitado de las exenciones de pretransparencia, referir los precios de los dark pools a aquéllos de los mercados regulados, etc.

2. *El posible impacto que la fragmentación puede tener en la búsqueda de información y liquidez. La fragmentación de los mercados, y en especial por los dark pools, donde no existe pretransparencia, puede llevar a unos mayores costes asociados a la búsqueda de información y de liquidez oculta, pudiendo resultar en un impacto en la eficiencia de los mercados.*
3. *El impacto del uso de dark pools en la integridad del mercado debido a las posibles diferencias de acceso a los mercados y a la información. Los reguladores deben asegurar que los inversores tienen un acceso justo a los dark pools y a la información del mercado o del precio. Por una parte, dado que el acceso a la liquidez de los dark pools está restringido a algunos participantes, los reguladores podrían tener que pensar en asegurarse de que las condiciones para ser miembro o poder dirigir las órdenes sean razonables. Por otra parte, el acceso a la información sobre la liquidez de los dark pools está limitado a un subconjunto de los participantes, lo que provoca una dualidad en los mercados, perjudicando a aquellos participantes que no reciben la información de los dark pools. Estos problemas serían especialmente importantes si los dark pools alcanzaran una cuota de mercado significativa.*

Las reflexiones finales de la CNMV haciéndose eco de la IOSCO son sumamente ilustrativas, puesto que la cuota de mercado de las *Dark Pools* no es en absoluto desdeñable - y la expansión de la HFT parece conllevar que cada vez sean más los inversores que buscan refugio en las *Dark Pools* -. No obstante, estudios recientes muestran que estas

Trading 1 (2009), pp. 147 ss.]. Sin embargo, la tendencia declarada de los últimos tiempos ha sido "ennegrecer" aún más estos ámbitos, como demuestra el reciente anuncio de *Credit Suisse* de no publicar oficialmente en el futuro ningún dato sobre su plataforma *Crossfinder*. [vid. <http://www.businessweek.com/articles/2013-04-22/credit-suisse-making-dark-pools-even-darker>]

229 Ya con anterioridad a la proliferación de *Dark Pools*, ciertos autores [CHAKRAVARTY, S., /A. SARKAR, "A model of broker's trading, with applications to order flow internalization", *Review of Financial Economics* 11 (2002), pp. 19 ss.] consideraban que la internalización conllevaba una reducción de la calidad del mercado al reducir la profundidad de mercado y la información para la formación de precios. Con posterioridad, los estudios más empíricos han mostrado que los efectos de la internalización pueden ser, en el mejor de los casos, benignos; y en el peor, sumamente perjudiciales para el mercado [últimamente N. L. LARRYMORE / A. MURPHY, "Internalization and Market Quality: An Empirical Investigation", *Journal of Financial Research*, 32 (2009), pp. 337 ss.].

230 Vid. NIMALENDRAN / RAY, "Informational Linkages Between Dark and Lit Trading Venues", *Journal of Financial Markets* 14 (2013).

231 Vid. no obstante las clasificaciones más extensas de HITESCH MITTAL, "Are you Playing in a Toxic Dark Pool? A Guide to Preventing Information Leakage", *Journal of Trading* 3 (2008), pp. 34 ss.

232 LESLIE BONIY / DAVID C. BROWNZ / J. CHRIS LEACH, *Dark Pool Exclusivity Matters*, 2013 [disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2055808>], distinguiendo los *Dark Pools* en función de las restricciones que imponen en sus operadores.

233 GIL DE BLAS / GONZÁLEZ PUEYO / VILLANUEVA FRESÁN, *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*, CNMV (Documentos de Trabajo), p. 31.

últimas no afectan negativamente a la formación del precio del título valor²³⁴. Asimismo, la relevancia de la liquidez que aportan – sc. *Dark Liquidity / Hidden Liquidity* – todavía no está claramente determinada²³⁵.

Desde una perspectiva penal, resultan relevantes una serie de factores. En primer lugar, se trata de inversores “sofisticados” – esto es: no se trata del ciudadano de a pie –. En segundo lugar, son plenamente conscientes de la falta de transparencia de los *dark pools* – de hecho, es lo que persiguen –. Por tanto, ¿cuál es el papel que corresponde desempeñar al Derecho penal en un espacio financiero donde no se busca la transparencia? Probablemente la respuesta venga dada por la misma directriz que se ha venido apuntando anteriormente: evitar la manipulación de mercado – en este caso, de un mercado no transparente –. La solución aquí se antoja difícil dado que, si la ratio de la protección hasta ahora estaba orientada hacia la garantía de la transparencia, los *dark pools* representan un enclave difícilmente encuadrable en dicha lógica.

En este sentido, los deberes de autoprotección de los inversores que operan en los *dark pools* son maximizados. En consecuencia, parece que los instrumentos tradicionales de tutela penal son los llamados a proporcionar la protección exigible. La solución parece pasar por una especificación de los deberes fiduciarios – y la sanción penal en caso de infracción de los mismos – de los que son acreedores los operadores financieros que generan dichos *dark pools*. Por ello, el rol que los intermediarios financieros están llamados a desempeñar en el futuro próximo y la posible sanción penal por el incumplimiento de sus deberes fiduciarios es una de las cuestiones claves

para abordar este ámbito problemático. Así, baste como ejemplo la intensa discusión que se vivió en EE. UU. como consecuencia de la crisis financiera y la actuación de determinados intermediarios financieros. Bajo la significativa denominación “*Wall Street Fraud and Fiduciary Duties: Can Jail Time Serve as an Adequate Deterrent for Willful Violations?*”, uno de los comités del Senado de los Estados Unidos²³⁶ valoró la introducción de sanciones penales para conductas que, en el fondo, constituían una forma de administración desleal.

Aplicado a la regulación española, debe tenerse en cuenta que, si bien la normativa penal actual no proporciona un fácil anclaje en el ámbito de la administración desleal, la regulación propuesta en el proyecto de Código penal español respecto del delito de administración desleal previsto en el artículo 252²³⁷, pudiera proporcionar un mayor ámbito de protección. En este sentido, podría interpretarse que las entidades financieras que generan los *dark pools* tienen una serie de deberes fiduciarios respecto de los operadores jurídicos que operan en dichos espacios financieros. Debido a que en la actualidad dichos deberes fiduciarios no se encuentran especificados, el único recurso posible sería una llamada a la “especial relación de confianza” que incluye el mencionado precepto del Proyecto²³⁸.

4.4.5 El Rating de la Deuda Soberana

Finalmente, si los anteriores fenómenos ya han llamado suficientemente la atención teniendo en cuenta de que se trata, principalmente, de conductas que afectan a títulos valores del sector privado, la discusión sobre la manipulación de mercado alcanzó nuevas cuotas cuando la deuda soberana de diversos países comenzó a ser víctima

234 HAOXIANG ZHU, *Do Dark Pools Harm Price Discovery?*, 2013 [disponible en: http://www.mit.edu/~zhuh/Zhu_darkpool.pdf]

235 ROBERT J. BLOOMELD, / MAUREEN O'HARA / GIDEON SAAR, *Hidden Liquidity: Some New Light on Dark Trading*, 2012 [disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1968637>], quienes consideran que si bien las estrategias en la emisión de órdenes en el mercado sí se ven afectadas por este tipo de liquidez, el resultado final para el mercado no es relevante.

236 COMMITTEE ON THE JUDICIARY UNITED STATES SENATE, SUBCOMMITTEE ON CRIME AND DRUGS, 2010. Con posterioridad, el documento de trabajo más importante en este ámbito lo proporciona el extenso informe, de lectura obligada para cualquier persona que se adentre en los elementos decisivos de la crisis financiera, llevado a cabo por el Senado de los Estados Unidos, COMMITTEE ON HOMELAND SECURITY AND GOVERNMENTAL AFFAIRS, PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS, *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a financial collapse*, 13 de abril de 2011, presidido por el Senador de Michigan, Carl Levin [especialmente pp. 376 ss., donde se analizan los conflictos de interés en los Bancos de Inversión].

237 Conforme a dicho Proyecto de Ley (Boletín Oficial de las Cortes Generales -Congreso de los Diputados- Núm. A-66-1 de 04/10/2013):
1. Serán punibles con las penas del artículo 249 ó, en su caso, con las del artículo 250, los que teniendo facultades para disponer sobre un patrimonio ajeno, emanadas de la ley, encomendadas por la autoridad o asumidas mediante un negocio jurídico, las infrinjan excediéndose en el ejercicio de las mismas y, de esa manera, causen un perjuicio al patrimonio administrado.
2. Las mismas penas se impondrán a quien quebrante el deber de velar por los intereses patrimoniales ajenos emanado de la ley, encomendado por la autoridad, asumido mediante un negocio jurídico, o derivado de una especial relación de confianza, y con ello cause un perjuicio a aquél cuyos intereses patrimoniales tenía el deber de salvaguardar.

238 En general, no se puede desconocer que el tipo de la administración desleal en Alemania (*Untreue*) ha constituido el tipo de referencia para sancionar penalmente cualquier modalidad de conducta lesiva de deberes fiduciarios. Vid. en relación con la crisis financiera BERND SCHÜNEMANN, “Einleitende Bemerkungen zum Thema der Abschlussdiskussion ‘Die strafrechtliche Bewältigung der Finanzkrise am Beispiel der Untreue’”, *ZStW* 123 (2011), pp. 767 ss.; CHRISTIAN SCHRÖDER, “Die strafrechtliche Bewältigung der Finanzkrise am Beispiel der Untreue”, *ZStW* 123 (2011), pp. 771 ss.; WOLFGANG WOHLERS, “Die strafrechtliche Bewältigung der Finanzkrise am Beispiel der Untreue”, *ZStW* 123 (2011), pp. 791 ss.; THOMAS FISCHER “Die strafrechtliche Bewältigung der Finanzkrise am Beispiel der Untreue – Finanzkrise un Strafrecht”, *ZStW* 123 (2011), pp. 816 ss.; vid. asimismo PETER KASISKE, “Aufarbeitung der Finanzkrise durch das Strafrecht? Zur Untreuestrafbarkeit durch Portfolio investments in Collateralized Debt Obligations via Zweckgesellschaften”, en: BERND SCHÜNEMANN (ed.), *Die sogenannte Finanzkrise – Systemversagen oder global organisierte Kriminalität?*, 2010, pp. 13 ss.

destacada de los mercados financieros. Así, los costes de financiación y la prima de riesgo de la deuda emitida por varios EE.MM. comenzó a dispararse a partir de la crisis griega²³⁹, alcanzado niveles insostenibles en los años 2011 y 2012²⁴⁰. Y ello hasta un punto que motivó la necesidad de rescate de varios países que, a cambio de la deseada financiación, se vieron obligados – y se ven obligados – a realizar importantes recortes de su Estado de Bienestar²⁴¹.

Como consecuencia de esta situación se iniciaron ciertos procedimientos penales en España y Portugal donde se cuestionaba, sobre todo, el papel de las agencias de calificación en la evolución de la crisis de la deuda soberana europea. En este sentido, el rol que dichas agencias desempeñaron en la crisis financiera de 2008 ha sido objeto de un intenso debate y de importante litigación – principalmente en EE. UU. -. La ratio fundamental de todo ello se centra en las calificaciones que se dispensaron a determinados instrumentos financieros – sc. la máxima calificación posible – y el conflicto de interés subyacente puesto que quienes solicitaban la calificación eran los mismos que abonaban su coste – tendiendo entonces, las agencias, a otorgar la calificación deseada por los emisores del título valor -.

En concreto, en España, el 25 de febrero de 2011 el “Observatori per al Compliment de la Declaració Universal dels Drets Humans (DUDH) en els Drets Econòmics, Socials i Culturals (DESC)” interpuso, como acusación particular, una querrela contra las tres principales agencias de calificación – S&P, Moody’s y Fitch – sobre la base de las sistemáticas rebajas en la calificación que dichas agencias otorgaban a la deuda soberana española. En concreto denunciaban los siguientes hechos:

- 1a.- *primero califican a España como estado emisor de deuda, calificación negativa y que genera un encarecimiento del costo financiero de la emisión de deuda para el estado español, y*
 2a.- *al mismo tiempo, califican a aquellas empresas que son compradoras de deuda pública española y, a pesar de que estas adquieren esa*

castigada deuda española, su adquisición no conlleva reflejo negativo alguno para estas entidades.

De esta forma, resulta claro el conflicto de intereses en el que se desarrolla la actividad de estas agencias, pues califican la deuda estatal española y a su vez a las entidades financieras que la compran. Deuda que, como hemos demostrado, compran a un interés mucho mayor del que hubieran obtenido sin la previa rebaja de la calificación de deuda española emitida por las querelladas.

Consideraban que estas conductas estaban recogidas en el artículo 284 (manipulación de mercado) y 285 (*insider trading*) del Código penal – ya fuera en su versión previa a la reforma de 2010 ya sea en su versión posterior a las rebajas de calificación acontecidas en 2011 -. En apoyo de sus tesis hacían referencia a diversos informes del FMI, a determinados correos electrónicos obtenidos en el seno de las investigaciones llevadas a cabo por el Senado de Estados Unidos²⁴² y, en general, a la opinión de diversas personas con opinión autorizada en la materia – como el ex ministro de economía Miguel Boyer o el Fiscal General del Estado, Cándido Conde-Pumpido -.

Ante la gravedad de las acusaciones, el Ministerio Fiscal emitió un extenso informe donde, además de cuestiones competenciales, analizaba si tales rebajas en las calificaciones crediticias se hicieran con ese propósito de causar un perjuicio alterando el funcionamiento del mercado y si fueron infundadas o arbitrarias²⁴³. Pues bien , en su opinión , no parecía que tales rebajas fueran infundadas, toda vez que las agencias ofrecían amplias explicaciones en apoyo de la nueva calificación. Dichas explicaciones, que se referían tanto a las incertidumbres que afectan a la economía española (endeudamiento del sector privado, alta tasa de desempleo, capacidad de exportación relativamente baja, exceso de oferta de viviendas...) como a los factores positivos de su economía, eran altamente coincidentes con los argumentos expuestos por organismos como la Organización para la Cooperación y el

239 En concreto, sobre el efecto de la crisis griega en los bancos europeos vid. PETER FIECHTER / JIE ZHOU, “The Impact of the Greek Sovereign Debt Crisis on European Banks’ Disclosure and its Economic Consequences”, 2012.

240 Vid. CALICE / CHEN / WILLIAMS, “Liquidity spillovers in sovereign bond and CDS markets: An analysis of the Eurozone sovereign debt crisis”, *Journal of Economic Behavior & Organization* (2011); especialmente interesante DOMINIC O’KANE, “The Link between Eurozone Sovereign Debt and CDS Prices”, *Bankers, Markets & Investors* 117 (2012), pp. 29 ss., desarrollando un modelo que permite detectar cuándo hay un *mispicing* o diferencia de precio en los bonos de la deuda y, en consecuencia, el precio de los CDS no se encuentra alineado con el mismo. Muy ilustrativo el análisis TUDELA / DUGGAR / METZ / OOSTERVELD, *Sovereign Default and Recovery Rates 1983-2010*, Special Comment, *Moody’s Investor Service*, Mayo 2011. Sobre el efecto de retroalimentación entre la crisis financiera y la crisis de la deuda soberana, poniendo especial énfasis en el rol de los bancos como canal de intercomunicación, vid. ADRIAN BLUNDELL-WIGNALL, “Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe”, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2 (2011).

241 Sobre este particular, con detalle Infra Capítulo IV.

242 United States Senate. PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. Audiencias sobre “Wall Street y la Crisis Financiera. El papel de las Agencias de Calificación de Crédito. Disponible en: http://hsgac.senate.gov/public/_files/Financal_Crisis/042310Exhibits.pdf.

243 Informe Fiscalía, pp. 8 s.

Desarrollo Económico (OCDE) o el Fondo Monetario Internacional (FMI). Por lo tanto, concluía que no podía afirmarse que, en sí misma, la simple calificación de la deuda española en torno a AA o AA+, que define una deuda con una seguridad muy alta, aunque no máxima (“perfil de crédito del país muy fuerte y sólido”, según la calificación de Fitch) se basara en datos falsos. Y tampoco parecía infundada ni contradictoria con la opinión generalizada de las más reputadas organizaciones económicas mundiales, siendo todas ellas, en general, meras opiniones basadas en unas predicciones que, como se ha demostrado tantas veces, tienen una credibilidad limitada.

En efecto, en realidad, la querrela se basaba en la criminalización de la actividad propia de estas agencias. Así, se afirmaba que se trataba de unas empresas que “modulan, manipulan y generan situaciones, contraviniendo la legalidad penal, para obtener unos beneficios tanto directos como indirectos” o que las querelladas operan “un segmento determinado de la actividad empresarial cuyo único fin no es otro que el de manipular y alterar los precios de los instrumentos financieros”. A partir de tales premisas, las conductas delictivas se construyen sobre esa supuesta ilicitud inicial de la actividad las agencias, en una suerte de derecho penal de autor.

Mediante Auto de 30 de agosto de 2011, el Juzgado Central de Instrucción número 2 de la Audiencia Nacional decidió inadmitir a trámite la referida querrela. Las razones para dicha inadmisión reproducían, en lo sustantivo, los argumentos referidos por el Ministerio Fiscal. Ponía especial acentuación en el hecho de que para que la manipulación tuviera lugar debían difundirse “datos falsos”, elemento fundamental que brillaba por su ausencia. En efecto, se podría discutir si determinados datos ameritaban una rebaja en la

calificación; pero que los mismos eran verídicos, parecía estar fuera de toda duda.

Más allá de ello, una de las primeras cuestiones que llamaba la atención en la querrela interpuesta era la referencia a un supuesto conflicto de intereses en la actuación de las Agencias. Ese conflicto había venido siendo un *topos* común antes y después de la crisis financiera: los emisores son quienes pagan a las Agencias por la calificación (sistema “issuer-pay”) y tienen lógico interés en que valoren al alza los instrumentos financieros que emiten para colocarlos mejor en el mercado. Se ha cuestionado por ello el modelo *issuer-pay* y propuesto alternativas basadas en un modelo de pago por el subscriptor (*subscriber-pay*), como muestra la propia tramitación de la Ley *Dodd-Frank* en Estados Unidos.²⁴⁴

Sin embargo, precisamente por ser el Estado español quien paga a las Agencias para que otorguen calificación a su deuda, el aludido conflicto de intereses llevaría a que cualquier agencia la sobrevalorara, no a rebajarla. Las rebajas en la calificación no benefician a las Agencias que las publican porque incitan a que los emisores busquen otras Agencias más benignas en sus calificaciones²⁴⁵. Más aún, afirmar que existe un conflicto de interés por los mayores rendimientos que se proporciona a los suscriptores de la deuda es como tildar de partícipes en el delito a todas aquellas personas que hayan comprado deuda española tras las rebajas de la calificación, comenzando por la banca española y terminando por cualquier “inversor de a pie”.

La segunda cuestión llamativa es la referencia en las querellas a los procedimientos – erróneamente tildados de “penales” por los querellantes – iniciados en los Estados Unidos contra las Agencias calificadoras. Un atento examen de dichos

244 Respecto de la discusión europea vid. RAQUEL GARCÍA CUBILLA / JAVIER RUIZ DEL POZO, *Credit Rating Agencies on the Watchlist. Analysis of European Regulation*, 2012; sobre la problemática estadounidense, EDUARD ALTMAN / SABRI ÖNCÜ / MATTHEW RICHARDSON / ANJOLEIN SCHMEITS / LAWRENCE WHITE, “Regulation of Rating Agencies”, en: VIRAL ACHARYA / THOMAS COOLEY / MATTHEW RICHARDSON (eds.), *Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 2010, pp. 443 ss.; FABIAN AMTENBRINK / KLAUS HEINE, “Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: Lessons from Behavioural Science”, *The Dovenschmidt Quarterly* 1 (2013). De manera reciente se ha aprobado finalmente el nuevo Reglamento sobre las agencias de calificación [REGLAMENTO (UE) N.º 462/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 21 de mayo de 2013 por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia DOUE L 146/1, 31.05.2013], donde específicamente se refiere la intención de hacer frente a los conflictos de intereses derivados de los modelos *issuer pay* [Exponendo 10]: “Como consecuencia, las calificaciones crediticias emitidas en el marco del modelo “el emisor paga” pueden ser percibidas como calificaciones que convienen al emisor y no como calificaciones al servicio del emisor. Es esencial reforzar las condiciones de independencia aplicables a las agencias de calificación crediticia, a fin de elevar el nivel de credibilidad de las calificaciones emitidas con arreglo a ese modelo”. Asimismo, se dedica una especial atención [artículo 8 (bis)] a las calificaciones de la deuda soberana, reconociendo que la “necesidad de revisar la transparencia, requisitos procedimentales y momento de publicación de las calificaciones de la deuda soberana han sido exacerbados por la actual crisis de la deuda soberana” [Exponendo 1]. Respecto de la discusión en EE. UU., con referencias a la problemática europea, vid. el decisivo trabajo, con la dosis de humor que le caracteriza, de JOHN COFFEE, “Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly”, *Harv.Buss.L.Rev.* 1 (2011), pp. 232 ss. abogando por un sistema *subscriber pays* (frente al existente *issuer pays*) si bien reconoce la dificultad última de una adopción completa de este tipo de modelos.

245 Ciertamente, los conflictos de interés subyacentes en las agencias de calificación, unidos a su potestad *quasi* certificadora, hacen que los intentos de regulación de este tipo de entidades sea extremadamente complejo. Vid. JOHN COFFEE, “Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly”, *Harv.Buss.L.Rev.* 1 (2011), pp. 232 ss., apuntando que tanto los inversores como los emisores tienen, de por sí, importantes conflictos de interés, y que un cambio hacia el modelo *subscriber pays*, resulta contrario a la naturaleza *quasi*-pública de las agencias de calificación.

procedimientos mostraba que se trataba de casos de sobrevaloración de los productos financieros y no de infravaloración de los mismos – supuesto de los *Rating* de la Deuda Soberana –²⁴⁶. Más aún, uno de los casos citados por los querellantes – el del mayor fondo de pensiones en los Estados Unidos, *Calpers* – fue rápidamente desestimado por el Juez *Richard Kramer* en San Francisco, fundamentando que las calificaciones de las Agencias son opiniones protegidas por la Primera Enmienda.

Un precedente clarificador de esta decisión, más matizado, aparece en la sentencia del caso *Abu Dhabi Commercial Bank vs. Morgan Stanley & Co.* (2009): las calificaciones de las Agencias son opiniones protegidas por la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos *cuando no se trata de indicaciones dirigidas a un grupo determinado de inversores*. Es decir, la cuestión decisiva en este tipo de procedimientos es qué naturaleza jurídica debe atribuirse a las calificaciones o *ratings* de las agencias. Si son consideradas meras opiniones – por mucho que éstas sean influyentes en el mercado – no podrán generar responsabilidad penal²⁴⁷.

Y es que, a falta de considerar que las calificaciones son datos falsos, la querella no alcanzaba a especificar qué noticias o rumores falsos o parcialmente falsos se habían difundido sobre personas o empresas (*information based manipulation*); o qué transacciones se habían realizado para proporcionar indicios engañosos o posiciones dominantes (*market based manipulation*). Se limitaba a afirmar que constituía un indicio de dicho abuso el hecho de que las Agencias Calificadoras emitieran sus opiniones poco antes del cierre de la Bolsa, a causa de los movimientos subsiguientes; pero la CNMV no reportó el inicio de ninguna investigación al respecto.

En definitiva, daba la impresión de que la interposición de la querella obedecía al oportunismo de aprovechar el cuestionamiento internacional del papel de las agencias en los mercados financieros para impedir ulteriores rebajas de la deuda soberana. Las consecuencias no obstante podían haber sido desastrosas: las agencias podían haber comenzado a emitir la calificación con importantes salvedades o, incluso, a negarse a emitir calificación. Cualquiera de estas actuaciones habría dificultado, aún más, la colocación de la deuda. Finalmente, y pese a que la situación empeoró significativamente en el año 2012, lo cierto es que no se volvieron a plantear este tipo de procedimientos, aunque no son descartables en el futuro próximo.

No obstante, la reacción del legislador europeo frente a los insostenibles incrementos del coste de financiación de los Estados europeos se ha encauzado por otros derroteros. “Conscientes de que los procedimientos penales frente a las agencias de calificación por los *ratings* de la deuda soberana en realidad consisten en un ataque al mensajero que no ataja el problema de fondo, se ha planteado la posibilidad de establecer mecanismos de supervisión europeos – incluidos penales – que garanticen un tratamiento adecuado de los fondos de la UE”.

Así, la confianza de los inversores en la deuda soberana europea no aumentará por el hecho de que se procese y condene a las agencias de calificación cuando bajen los *ratings* de las deudas soberanas, pero sí probablemente por el hecho de que una autoridad europea sancione penalmente los fraudes a los intereses financieros europeos. Un verdadero *enforcement* – incluida la vertiente penal – de las políticas europeas a este respecto resulta decisivo para el futuro. ☒

246 Sobre las cuestiones jurídicas y económicas contempladas en estos litigios vid. ALLEN FERRELL / JENNIFER BETHEL / GANG HU, “Legal and Economic Issues in Litigation Arising from the 2007-2008 Credit Crisis”, en: FUCHITA ET AL. (eds.), *Prudent Lending Restored: Securitization after the Mortgage Meltdown*, 2009, pp. 163 ss. En tiempos recientes, la Abogacía del Estado en EE. UU. ha iniciado una nueva acción (civil) contra *Standard & Poor’s* en relación con las calificaciones de determinados productos estructurados [http://www.justice.gov/opa/pr/2013/February/13-ag-156.html].

247 Vid. el excelente trabajo de CALEB DEATS, “Talk that Isn’t Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies’ Faulty Methodologies from Regulation?”, *Col.L.Rev.* 110 (2010), pp. 1818 ss.; asimismo, de manera más extensa vid. WENDY GERWICK COUTURE, “The Collision Between First Amendment and Securities Fraud”, *Ala.L.Rev.* 65 (2014) (en prensa), considerando que no se puede exigir responsabilidad a una entidad no comercial por las opiniones vertidas respecto de empresas cotizadas, a menos que se pueda probar que existía una intención dolosa en la emisión de dicha opinión. Vid. ya WENDY GERWICK COUTURE, “Opinions Actionable as Securities Fraud”, en: *La.L.Rev.* 73 (2013), pp. 1 ss.