

CRISIS FINANCIERA Y DERECHO PENAL
CARLOS GÓMEZ-JARA DÍEZ

CARLOS GÓMEZ-JARA DÍEZ
Profesor de Derecho penal
Abogado y Socio Fundador de *Corporate Defense*

**CRISIS FINANCIERA Y
DERECHO PENAL**



ARA EDITORES

© CARLOS GÓMEZ-JARA DÍEZ

© ARA Editores E.I.R.L.
Géminis 701 Dpto. 301-B Lima 39 - Perú
Teléfonos: (01) 522-5870 / 522-8060
E-mail: araeditores@yahoo.com
Website: <http://www.araeditores.com>

ISBN: 978-9972-238-12-3

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional
del Perú N° 2007-00210

Diseño de Carátula: Rolando Bartolo Mesías

Diagramación: Luis A. Sierra Cárdenas

Reservados todos los derechos. Ni la totalidad ni parte de este libro puede reproducirse o transmitirse por ningún procedimiento electrónico ni mecánico, incluyendo fotocopia, grabación magnética o cualquier almacenamiento de información y sistema de recuperación, sin permiso expreso del editor.

Impreso en Perú

2014

Printed in Peru

Dedicado al Profesor John C. Coffee (Columbia University)

ÍNDICE

Presentación	11
Introducción	13

CAPÍTULO I CRISIS FINANCIERA Y MANIPULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

I. Introducción.....	21
II. Fenómenos complejos en la microestructura de los mercados financieros: su difícil encuadre penal	27
II.1. Introducción	27
II.2. Las ventas en corto (shortselling)	28
II.3. La negociación de alta frecuencia (High Frequency Trading).....	36
II.4. Dark pools	41
II.5. El Rating de la Deuda Soberana	46

CAPÍTULO II CRISIS FINANCIERA DE LA DEUDA SOBERANA EUROPEA Y DERECHO PENAL EUROPEO

I. Introducción.....	57
II. Estados Unidos y Europa: ¿Diferentes planteamientos a un mismo problema?	62
III. La presión de los mercados financieros	65
IV. La tradicional aproximación europea al problema.....	68
V. Luces y sombras de la comparación con la federalización estadounidense	70

VI. El incierto futuro	72
VII. ¿Una nueva aproximación europea?	73
VII.1. La protección del dinero de los contribuyentes europeos	74
VII.2. La denominada «estrategia anti-fraude»	75
VII.3. Hacia una política criminal europea	77
VIII. ¿Serán suficientes las buenas intenciones de la UE?	79
VIII.1. Primer banco de pruebas: la manipulación de mercado y los casos del LIBOR y del FOREX	82
VIII.2. El segundo banco de pruebas: la Directiva de Protección Penal de los intereses financieros	89
IX. Law Enforcement y la racionalidad de los inversores: algunas lecciones aprendidas del debate de la escuela de Law & Finance	102
X. Conclusión	109

PRESENTACIÓN

La crisis financiera iniciada en el año 2007 ha tenido unas repercusiones difícilmente comparables en términos históricos. No sólo ha cuestionado determinadas prácticas que eran habituales en los mercados financieros, sino que ha llegado a cuestionar el modelo de capitalismo financiero imperante en la actualidad. Con independencia de la incidencia concreta en Estados individuales, lo cierto es que prácticamente todos los legisladores a nivel mundial están adaptando sus respectivas legislaciones a nuevas formas en la que los operadores actúan en los mercados financieros.

Una observación atenta a los fenómenos actuales permite advertir que muchas de las conductas que se consideran reprobables [remuneración de directivos, concesión abusiva de créditos, etc.] tienen una respuesta jurídico-penal conocida desde hace tiempo. En este ámbito, salvo el tamaño de las operaciones, no parece que haya nada nuevo bajo el sol. Los procedimientos penales iniciados se asientan sobre «viejos conocidos» del Derecho penal como la administración desleal de los órganos societarios (*Organuntreue*) o la administración desleal bancaria (*Bankuntreue*).

Cuestión diferente es la manipulación del mercado financiero. En este ámbito, la novedad de algunas de las conductas detectadas hacen que el encaje jurídico-penal sea más difícil. La presente monografía aborda estas últimas cuestiones. Y ello desde el convencimiento de que la adaptación de los ordenamientos nacionales a la realidad financiera del Siglo XXI es una tarea pendiente en la que la doctrina penal debe acompañar a los operadores jurídicos para una aproximación más racional a determinados fenómenos delictivos complejos. Una reacción prematura y excesivamente severa supone

un grave riesgo de alteración del funcionamiento normalizado de los mercados financieros. Una reacción tardía y demasiado laxa corre el riesgo de proporcionar una protección deficitaria e ineficaz de la integridad del mercado.

Los trabajos que componen esta monografía abordan desde una perspectiva penal la nueva realidad de los mercados a raíz de la crisis financiera. En primer lugar se abordan los fenómenos complejos en la dimensión privada de los mercados, tales como el *shortselling* (ventas en corto) o la *high frequency trading* (negociación de alta frecuencia). En segundo lugar se realiza una aproximación a la esfera más pública de la deuda soberana europea y a la tarea que el Derecho penal europeo está llamado a desempeñar en el futuro respecto de la protección de la misma. Con ello no se aspira a dar una respuesta penal definitiva a un entorno tan cambiante como son los mercados financieros, sino únicamente a señalar algunos de los ámbitos necesitados de atención jurídico-penal.

CARLOS GÓMEZ-JARA DÍEZ

Madrid, a 28 de noviembre de 2013

INTRODUCCIÓN

No parece exagerado afirmar que la crisis financiera 2008-2012¹ ha dado un vuelco a la percepción² tanto de las instituciones estatales

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#axzz2PgF1s9rG>]. 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. *ibidem*, 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 BENGSTON, Elias, «Shadow Banking and Financial Stability: European

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

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 ACHARYA, Viral / ADLER, Barry / RICHARDSON, Matthew / ROUBINI, Nouriel, «Resolution Authority», en ACHARYA, Viral / COOLEY, Thomas / RICHARDSON, Matthew (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.* SÁNCHEZ CALERO, Juan, «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 KEMPF, Eberhard / LÜDERSSEN, Klaus / VOLK, Klaus (eds.), *Die Finanzkrise, Das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral*, 2010. Especialmente interesante el análisis de NAUCKE, Wolfgang, *Der Begriff der politischen Wirtschaftstraftat – 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 SCHÜNEMANN, Bernd, SCHRÖDER, Christian, WOHLERS, Wolfgang, FISCHER, Thomas, en *ZStW* 123 (2011), pp. 767 ss. Finalmente, un análisis combinado de ambas posturas puede verse en el magnífico artículo de KUBICIEL, Michael, »Die Finanzmarkstrafrecht zwischen Wirtschaftsstrafrecht und politischen

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?

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 continua por parte de los operadores financieros de mercados más

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, COFFEE, John C., «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, HORTON, Brent, «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. BLACK, Lamont / CORREA, Ricardo / HUANG, Xin / ZHOU, Hao, *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 ACHARYA, Viral / COOLEY, Thomas / RICHARDSON, Matthew (eds.), *Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 2010, pp. 85-303.

atractivos para su financiación –ya sea en términos de reducción de los costes de la misma, 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

⁶ Sobre esta tendencia, y los litigios que surgen como consecuencia de la misma, *vid.* CHOI, Stephen J. / SILBERMAN, Linda J., «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

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 directrices¹¹ puede constatarse, 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 mercado¹², auténtico

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 Sobre estas directrices *vid.* extensamente GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos, *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, 2014 [en prensa].

¹² 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» [AVGOULEAS, Emiliós, *The Mechanics and Regulations of Market Abuse - A Legal and Economic Analysis*, 2005, p. 4]. *Vid.* asimismo el importante estudio llevado a cabo por BAENA TOVAR, Nuria, *La regulación del abuso de mercado en Europea y Estados Unidos*, 2002 [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/ABUSOMERCADO.PDF] indicando, ya en

exponente de la ira popular y estatal respecto de las consecuencias derivadas 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»¹³ han situado el foco de atención en unas prácticas que hasta tiempos recientes se consideraban alejadas de la órbita jurídico-penal¹⁴.

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 líneas generales la autora considera que «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. Conscientes 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».

¹³ 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>]

¹⁴ Haciendo referencia a la muestra de la verdadera lesividad de este tipo de conductas durante las crisis financieras *vid.* SCHÖNWÄLDER, Janick, *Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation. Analyse unter Besonderer Würdigung der Borsen- oder Marktpreiseinwirkung*, 2012, p. 67.

CAPÍTULO I
CRISIS FINANCIERA Y MANIPULACIÓN
DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

I. Introducción

En general, puede afirmar que en los últimos tiempos las diversas legislaciones a nivel mundial han tratado de llevar a cabo una adaptación, un tanto incompleta, a la realidad financiera (económica y regulatoria) del siglo XXI. La crisis financiera más importante desde el Crack de 1929 ha puesto de manifiesto la relevancia de una protección integral del mercado financiero¹⁵. Dicho en pocas palabras, cabe afirmar que la crisis financiera ha servido de incentivo a los distintos legisladores para actualizar la protección penal de los mercados financieros. La idoneidad de las nuevas legislaciones frente a fenómenos tan complejos como los que hoy en día afectan a la microestructura de los mercados financieros está por ver.

La existencia de movimientos especuladores apoyados en la difusión de noticias y rumores ha sido una constante en la denuncia de numerosas

¹⁵ 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, BORDEN, Bradley T. / REISS, David J., «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 macro-procesos 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>]

empresas cotizadas, fundamentalmente en el mercado estadounidense, que veían cómo sus 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 insitos en este tipo de regulaciones, cuando muchos de esos rumores se fueron consolidando 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 corto¹⁶ se puso, como tantas otras veces, de manifiesto¹⁷.

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

¹⁶ 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).

¹⁷ 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 FINNERTY, John, *Short Selling, Death Spirals Convertibles, and the Profitability of Stock Manipulation*, 2005.

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 realizando¹⁸. 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*.¹⁹ 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 entidad²⁰.

¹⁸ 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.

¹⁹ Vid. sobre el mismo WILLIAM W. BRATTON / LEVITIN, Adam J., «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*]

²⁰ Sobre los efectos de esta decisión vid. LUFRANO, Christopher / PEKAREK, Edward, «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.

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 financiero²¹ 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 estatal²² –las ventas a corto en descubierto (*naked shortselling*)²³ que se consideran en parte artífices de la crisis financiera²⁴–, 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)²⁵.

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

²¹ 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.

²² 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/fina/FinanceSymposium/2010Symposium/2010Program.html>].

²³ 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 Kapitalmarktstrafrecht*, 2007, nn.mm. 499 ss.; VOGEL, en ASSMANN/SCHNEIDER, *WpHG*, previo al § 20a n.m. 27; ZIESCHANG, en PARK (ed.) *Kapitalmarktstrafrecht*, Parte 3 Capítulo 1 nn.mm. 131s.

²⁴ Una contribución interesante puede verse en TRÜG, Gerson, «Finanzkrise, Wirtschaftsstrafrecht und Moral – am Beispiel der Leerverkäufe», en LÜDERSEN / EBERHARD / VOLK, *Die Finanzkrise, das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral*, 2010, pp. 290 ss.

²⁵ 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>].

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 minutos²⁶– 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 minutos²⁷.

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 complicada²⁸, la determinación de qué rol debe

²⁶ Ilustrativo PARTNOY, Frank, «Don't Blink: Snap Decisions and Securities Regulations», *Brook.L.Rev.* 77 (2011), pp. 151 ss.

²⁷ Vid. la relación entre el *Flash Crash* y la *HFT* expuesta por KIRILENKO, Andrei / KYLE, Albert S. / SAMADI, Mehrdad / TUZUN, Tugkan, *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 acrecientan la volatilidad del mercado.

²⁸ 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. SARMIENTO, Daniel, *El soft law administrativo. Un estudio de los efectos jurídicos de las normas no vinculantes de la Administración*, 2008.

desempeñar el Derecho penal en este ámbito, es aún más difícil²⁹. Así, se muestra de manera un tanto evidente el 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 financiero³⁰.

²⁹ 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 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.

³⁰ 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.

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 europeo–³¹.

II. Fenómenos complejos en la microestructura de los mercados financieros: su difícil encuadre penal

II.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 Estado³².

³¹ No puede olvidarse que, en el fondo, la regulación española hace referencia a un único mercado [*vid.* RODRÍGUEZ RAMOS, Luis, «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 [ACHENBACH, Hans / RANSIEK, *Handbuch Wirtschaftsstrafrecht*, 2ª ed., 2008, 204; VOGEL, en ASSMANN/SCHNEIDER, *WpHG*, previo al §§ 20a/36 s., 45 ss., 292].

³² 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 BRUNNERMEIER, Markus / PEDERSEN, Lasse, «Predatory Trading», *The Journal of Finance* 60 (2005), pp. 1825 ss.

Así, al margen de estructuras características de manipulación de mercado³³, 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.

II.2. Las ventas en corto (*shortselling*)

Una lectura somera de la prensa económico-financiera de los últimos años arroja un resultado difícilmente cuestionable: las ventas en corto (*shortselling*)³⁴ –principalmente las ventas en corto en descubierto (*naked shortselling*)³⁵– han sido consideradas como parte de los artifices que han provocado –o al menos agravado– la crisis financiera internacional³⁶. 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

³³ En el ámbito penal *vid.* GÓMEZ-JARA, Carlos, «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.; GÓMEZ-JARA, Carlos, «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*.

³⁴ *Vid.* con carácter introductorio COHEN, Lauren / MALLOY, Christopher, «Introduction to Short Selling», *Harvard Business School Background Note* 212-079, marzo 2012; *vid.* sobre las cuestiones debatidas en la actualidad Greg GREGORIU (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. 491ss.

³⁵ 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.* FOTAK, Veljko / RAMAN, Vikas / YADAV, Pradeep K., *Naked Short Selling: The Emperor's New Clothes?*, 2009.

³⁶ Sobre la profundización de la crisis como consecuencia del pánico financiero y la relevancia de las posiciones cortas *vid.* HONG, Harrison / STEIN, Jeremy C., «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.

bajista (*Bear Market*), puesto que pueden conducir a impulsar una caída libre de las cotizaciones (*bear raid*)³⁷, y, en determinadas situaciones históricas –como la recientemente acontecida– a profundizar una crisis financiera³⁸. 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 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 crisis³⁹.

Es por ello que sólo una conclusión precipitada permite afirmar, sin más, que este tipo de conductas tiene relevancia penal –menos

³⁷ Sumamente interesante el análisis de la reserva federal estadounidense elaborado por BATTALIO, Robert / MEHRAN, Hamid / SCHULTZ, Paul, «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.

³⁸ *Vid.* por ejemplo, las autorizadas opiniones de HONG, Harrison / STEIN, Jeremy, «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 HORN, Norbert, «Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und das Risikomanagement zur globalen Finanzkrise», *BKR* 2008, pp. 452, 459.

³⁹ Sobre un contexto regulatorio adecuado para las posiciones cortas *vid.* AVGOULEAS, Emiliós, «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 la 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 necesidad de mercado y las percepciones de los regímenes locales. *Vid.* no obstante FÉLIX, Luiz / KRÄUSSL, Roman / STORK, Philip, *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.* PAYNE, Jennifer, «The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe», *European Business Organization Law Review* 13 (2012), pp. 443 ss.

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 mercados⁴⁰ 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 bienpreciado, 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 utilizada⁴¹.

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 (*shortselling*)⁴², en primer lugar entre ventas en corto cubiertas (*shortselling*), 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

⁴⁰ 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, SCHMIES, Cristian, «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.* BRIS, Arturo / GOETZMANN, William / ZHU, Ning, «Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World», *The Journal of Finance* 62 (2007), pp. 1029 ss.

⁴¹ *Vid.* BRUNNERMEIER Markus K. / HEJE PEDERSEN, Lasse, «Predatory Trading», *The Journal of Finance* 60 (2005), pp. 1825 ss.

⁴² SCHWARK, Eberhard, *WpHG*, §20a n.m. 30; en el mismo sentido SCHWARK, Eberhard, «Kurs- und Marktpreismanipulation», en EKKENGA / HADDING / HAMMEN (eds.), *Festschrift Kümpel*, 2003, pp. 485, 492; ALTENHAIN, Karsten, «Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz», *BB* (2002), pp. 1874, 1877; ampliamente ARLT, Michael, *Der strafrechtliche Anlegerschutz vor Kursmanipulation*, 2004, pp. 337 s.

(*naked shortselling*), en las que el vendedor obtiene la acción con posterioridad a la venta mediante préstamo o compraventa⁴³.

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 países⁴⁴, 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– expresamente también impedir la realización de manipulaciones del mercado⁴⁵. 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–,

⁴³ 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.

⁴⁴ 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 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.

⁴⁵ *Vid.* TYROLT, Jochen / BINGEL, Adrian, «ShortSelling – Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen», *BB* (2010), pp. 1419, 1421 ss.

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 impago⁴⁶.

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 mercado⁴⁷. 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 negocio⁴⁸. 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 adicional⁴⁹. En particular, se dice que es inadecuado interpretar que el encargo de la transacción

⁴⁶ 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.

⁴⁷ Cfr. ya LENZEN, Ursula, *Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung*, 2000, pp. 12 s.

⁴⁸ PARK, Tido, «Kapitalmarktstrafrechtliche Neuerungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetz» *BB* (2003), pp. 1513, 1514; de manera más reciente Tido PARK (ed.), *Kapitalmarktstrafrecht. Handkommentar*, 2ª ed., 2008; ALTENHAIN, Karsten, «Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz», *BB* (2002), pp. 1874, 1877; en sentido similar TRÜSTEDT, Anna, *Das Verbot von Börsenkursmanipulationen*, 2004, pp. 199 s. con matizaciones respecto de la voluntad de los legisladores nacionales.

⁴⁹ ALTENHAIN, Karsten, «Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz», *BB* (2002), pp. 1874, 1878.

contiene una afirmación concluyente de que no estaría actuando de buena fe; esto es, que se estaría actuando para incidir sobre el precio de mercado⁵⁰. De acuerdo con otros autores, la venta en corto ha de aprehenderse penalmente exclusivamente en la modalidad del llamado *abusive naked shortselling* de modo que sólo el engaño sobre la disposición real de cumplimiento al vencimiento tendría relevancia⁵¹.

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)⁵² de orientar al mercado en una determinada dirección mediante el efecto-sígnal de las propias transacciones⁵³. 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.⁵⁴ 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).⁵⁵

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

⁵⁰ ALTENHAIN, Karsten, «Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz», *BB* (2002), pp. 1874, 1878

⁵¹ TRÜG, Gerson, «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.

⁵² ZIOUVAS, Dimitris, «Das neue Recht gegen Kurs- und Marktpreismanipulation im 4. Finanzmarktförderungsgesetz» *ZGR* 2003, pp. 113,137. Más desarrollado ZIOUVAS, Dimitris, *Das neue Kapitalmarktstrafrecht – Europäisierung und Legitimation*, 2005.

⁵³ ZIMMER, Daniel / BEISKEN, Thomas, «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; FISCHER, Daniel R. / ROSS, David J., «Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets», *Harvard Law Review* 105 (1991), pp. 503, 521.

⁵⁴ LENZEN, Ursula, *Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung*, 2000, p. 18; MAILE, Jörg, *Der Straftatbestand der Kurs – und Marktpreismanipulation nach dem Wertpapierhandelsgesetz*, 2006, p. 172.

⁵⁵ ZIMMER, Daniel / BEISKEN, Thomas, «Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda», *WM* 2010, pp. 485, 488.

para las transacciones que es considerada legítima por la práctica habitual del mercado y por ello se genera una expectativa⁵⁶.

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 anónimo⁵⁷. 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 manipulación⁵⁸.

⁵⁶ SORGENFREL, en Tido PARK (ed.), *Kapitalmarktstrafrecht. Handkommentar*, 2ª ed., 2008, §§ 20a, 38, 39 WpHG n.m. 23; MÖLLER, Andreas, «Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation in Vierten Finanzmarktförderungsgesetz», *WM* 2002, pp. 309, 313; PAPACHRISTOU, Marialena, *Die strafrechtliche Behandlung von Börsen- und Marktpreismanipulationen*, 2006, p. 213.

⁵⁷ SORGENFREL, en Tido PARK (ed.), *Kapitalmarktstrafrecht. Handkommentar*, 2ª ed., 2008, §§ 20a, 38, 39 WpHG n.m. 144.

⁵⁸ Sobre los bienes jurídicos protegidos por el delito de manipulación de mercado *vid.* ZABALA, Carlos, *Los delitos bursátiles*, 2011, pp. 217 s. con ulteriores referencias.

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 avalancha⁵⁹.

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 prohibidas⁶⁰. Como 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

⁵⁹ SCHRÖDER, Christian, *Kapitalmarktrafrecht*, 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. BOHL, Martin / KLEIN, Arne / SIKLOS, Pierre, «Shortselling Bans and Institutional Investors Herding Behavior: Evidence from the Global Financial Crisis», *Center for International Government Information* 18 (2013).

⁶⁰ Cfr. ALTENHAIN, Karsten, «Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz», *BB* (2002), pp. 1874, 1877; LENZEN, Ursula, *Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung*, 2000, pp. 18 s., 252 s.; SCHRÖDER, Christian, *Kapitalmarktrafrecht*, 2007 Capítulo III 7 nn.mm. 501 s.; TRÜSTEDT, Anna, *Das Verbot von Börsenkursmanipulationen*, 2004, pp. 197 ss.; en contra SORGENFREI, Ulrich, en Tido PARK (ed.), *Kapitalmarktrafrecht. Handkommentar*, 2ª ed., 2008, §§20a, 38, 39 WpHG n.m. 140; SORGENFREI, Ulrich, «Zum Verbot der Kurs - oder Marktpreismanipulation nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz», *wistra*, 2002, pp. 321, 328.

reales⁶¹. Se dice, en este sentido, que el vendedor declara meramente que suministrará el objeto vendido, pero precisamente no declara que también disponga de él⁶². Finalmente, se afirma que si algunos participantes en el mercado tienen otra percepción de la situación, el error no se podría imputar en ningún caso al pretendido manipulador.

II.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]*–⁶³ constituirá en el futuro una importante fuente de controversia en materia de manipulación de mercado⁶⁴. En la actualidad, prácticamente todas las agencias

⁶¹ SCHRÖDER, Christian, *Kapitalmarktstrafrecht*, 2007 Capítulo III 7 n.m. 499; PAPACHRISTOU, Marialena, *Die strafrechtliche Behandlung von Börsen – und Marktpreismanipulationen*, 2006, p. 215.

⁶² SCHRÖDER, Christian, *Kapitalmarktstrafrecht*, 2007 Capítulo III 7 n.m. 501; LENZEN, Ursula, *Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung*, 2000, p. 209; WOLF, Manfred, «Das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation» en HEINRICH / HILGENDORF / MITSCH / STERNBERG-LIEBEN (eds.), *Festschrift für Weber*, 2004, pp. 641, 651.

⁶³ Para una interesante y anecdótica introducción a la creación de este sistema de negociación *vid.* PATTERSON, Scott, *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.* GOMBER, Peter / ARNDT, Björn / LUTAT, Marco / UHLE, Tim, *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. FABOZZI, Frank / BOCARDI, Sergio / JONAS, Caroline, «High-Frequency Trading: Methodologies and Market Impact», *Exchange Organizational Behavior Teaching Journal* 19 (2011), pp. 7 ss.; ZERVOUDAKIS, Fokion / LAWRENCE, Donald / GONTIKAS, George / AL MEREY, Majd, *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 MARTÍNEZ, «La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (*High Frequency Trading*), Características y regulación», *Revista del Derecho de Mercado de Valores* n° 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).

⁶⁴ *Vid.* GÓMEZ-JARA, Carlos, «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.; GÓMEZ-JARA, Carlos, «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.

reguladoras de los mercados internacionales están discutiendo qué tipo de regulación resulta idónea para esta forma de negociación bursátil⁶⁵. 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 2010⁶⁶ 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 SEC⁶⁷, la ESMA⁶⁸, IOSCO⁶⁹ y la CNMV⁷⁰ 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 europeo⁷¹.

⁶⁵ 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.

⁶⁶ 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 MENKVELD, Albert J. / ZHOU YUESHEN, Bart, *Anatomy of the Flash Crash*, 2013 [disponible en papers.ssrn.com/abstract=2243520]. Una opinión más matizada en KIRILENKO, Andrei / KYLE, Albert S. / SAMADI, Mehrdad / TUZUN, Tugkan, *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].

⁶⁷ *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.

⁶⁸ *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

⁶⁹ *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.

⁷⁰ GIL DE BLAS / GONZÁLEZ PUEYO / VILLANUEVA FRESÁN, *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*, CNMV, 2011, (Documentos de Trabajo).

⁷¹ 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.

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 rápidamente entre los operadores más relevantes. Sin embargo, la HFT conlleva una serie de externalidades⁷² 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 «superordenadores» 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 mercado⁷³ –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 siguiente⁷⁴:

Las prácticas de negociación algorítmica pueden suponer un riesgo considerable para el interés público y deben ser consideradas como

⁷² JIADING GAI / CHEN YAO / MAO YE, *The Externalities of High-Frequency Trading*, 2012, [disponible en <http://ssrn.com/abstract=2066839>]

⁷³ 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.

⁷⁴ Dictamen del Banco Central Europeo de 22 de marzo de 2012, DOUE C 161/3, 7.6.2012.

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*⁷⁵.

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 sofisticados⁷⁶. 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

⁷⁵ 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).

⁷⁶ Mc Gowan, c. 35.

técnicas son absolutamente legítimas, se han identificado algunas que se acercan mucho a la manipulación de mercado⁷⁷.

Dichas conductas han sido identificadas en el documento de trabajo de la CNMV⁷⁸ al respecto, proporcionando la siguiente descripción:

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

⁷⁷ EUROPEAN COMMISSION, CSD Proposal, p. 8

⁷⁸ GIL DE BLAS / GONZÁLEZ PUEYO / VILLANUEVA FRESÁN, *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*, CNMV, 2011, pp. 51 s. Vid. igualmente la descripción de ALDRIGE, Irene, *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*.

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)⁷⁹ –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».⁸⁰ Ello no hace sino abogar por la necesidad de una protección penal transnacional de los mercados financieros.

II.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

⁷⁹ 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.

⁸⁰ GIL DE BLAS / GONZÁLEZ PUEYO / VILLANUEVA FRESÁN, *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*, CNMV, 2011, p. 52.

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 penumbra⁸¹. Sólo así es posible comprender la proliferación de los denominados *dark pools* en los que el anonimato de los operadores financieros es el bien que se pretende proteger⁸² –se distingue así entre «lit markets» [mercados transparentes] y «dark markets» [mercados opacos], existiendo importantes correlaciones⁸³–. 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

⁸¹ 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. SCHAPIRO, «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 DEGRYSE, Hans / VAN ACHTER, Mark / WUYTS, Gunther, «Shedding light on Dark Liquidity Pools», *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>]

⁸² 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. 19ss.] 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 LARRYMORE, N. L. / MURPHY, A., «Internalization and Market Quality: An Empirical Investigation», *Journal of Financial Research*, 32 (2009), pp. 337ss.].

⁸³ *Vid.* NIMALENDRAN / RAY, «Informational Linkages Between Dark and Lit Trading Venues», *Journal of Financial Markets* 14 (2013).

volúmenes, dentro del sistema. Según la ESMA, los *dark pools* pueden dividirse en dos grupos⁸⁴: 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 clientes⁸⁵.

En el ámbito español, la CNMV ya ha comenzado a estudiar esta operativa. En el informe ya referido⁸⁶ 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

⁸⁴ Vid. no obstante las clasificaciones más extensas de MITTAL, Hitesch, «Are you Playing in a Toxic Dark Pool? A Guide to Preventing Information Leakage», *Journal of Trading* 3 (2008), pp 34 ss.

⁸⁵ BONNY, Leslie / BROWNS, David C. / LEACH J., Chris, *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.

⁸⁶ GIL DE BLAS / GONZÁLEZ PUEYO / VILLANUEVA FRESÁN, *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*, CNMV (Documentos de Trabajo), p. 31.

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 busquen refugio en las *Dark Pools*–. No obstante, estudios recientes muestran que estas últimas no afectan negativamente a la formación del precio del título valor⁸⁷. Asimismo, la relevancia de la liquidez que aportan –sc. *Dark Liquidity/Hidden Liquidity* – todavía no está claramente determinada⁸⁸.

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

⁸⁷ HAOXIANG ZHU, *Do Dark Pools Harm Price Discovery?*, 2013 [disponible en http://www.mit.edu/~zhuh/Zhu_darkpool.pdf]

⁸⁸ BLOOMELD, Robert J., / O'HARA, Maureen / SAAR, Gideon, *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.

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 Unidos⁸⁹ 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 252⁹⁰, pudiera proporcionar un mayor

⁸⁹ 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].

⁹⁰ 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*

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 Proyecto⁹¹.

II.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 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 griega⁹², alcanzado

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.

⁹¹ 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 SCHÜNEMANN, Bernd, «Einleitende Bemerkungen zum Thema der Abschlussdiskussion 'Die strafrechtliche Bewältigung der Finanzkrise am Beispiel der Untreue», *ZStW* 123 (2011), pp. 767 ss.; SCHRÖDER, Christian, «Die strafrechtliche Bewältigung der Finanzkrise am Beispiel der Untreue», *ZStW* 123 (2011), pp. 771 ss.; WOHLERS, Wolfgang, «Die strafrechtliche Bewältigung der Finanzkrise am Beispiel der Untreue», *ZStW* 123 (2011), pp. 791 ss.; FISCHER, Thomas, «Die strafrechtliche Bewältigung der Finanzkrise am Beispiel der Untreue - Finanzkrise un Strafrecht», *ZStW* 123 (2011), pp. 816 ss.; *vid.* asimismo KASISKE, Peter, «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.

⁹² En concreto, sobre el efecto de la crisis griega en los bancos europeos *vid.* FIECHTER, Peter / ZHOU, Jie, «The Impact of the Greek Sovereign Debt Crisis on European Banks' Disclosure and its Economic Consequences», 2012.

niveles insostenibles en los años 2011 y 2012⁹³. 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 Bienestar⁹⁴.

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

⁹³ 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 O’KANE, Dominic, «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 *mispricing* 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.* BLUNDELL-WIGNALL, Adrian, «Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe», *OECD Journal: Financial Market Trends* 2 (2011).

⁹⁴ Sobre este particular, con detalle Infra Capítulo IV.

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 Unidos⁹⁵ 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 hicieron con ese propósito de causar un perjuicio alterando el funcionamiento del mercado y si fueron infundadas o arbitrarias⁹⁶. 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

⁹⁵ 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/Financial_Crisis/042310Exhibits.pdf.

⁹⁶ Informe Fiscalía, pp. 8 s.

Cooperación y el 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.⁹⁷

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 calificaciones⁹⁸. 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

⁹⁷ Respecto de la discusión europea *vid.* GARCÍA CUBILLA, Raquel / RUIZ DEL POZO, Javier, *Credit Rating Agencies on the Watchlist. Analysis of European Regulation*, 2012; sobre la problemática estadounidense, ALTMAN, Eduard / ÖNCÜ, Sabri / RICHARDSON, Matthew / SCHMEITS, Anjolein / WHITE, Lawrence, «Regulation of Rating Agencies», en ACHARYA, Viral / COOLEY, Thomas / RICHARDSON, Matthew (eds.), *Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 2010, pp. 443 ss.; AMTIENBRINK, Fabian / HEINE, Klaus, «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 COFFEE, John, «Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly», *Harv. Bus. 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.

⁹⁸ 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.* COFFEE, John, «Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly», *Harv. Bus. 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.

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 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–⁹⁹. 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 penal¹⁰⁰.

⁹⁹ Sobre las cuestiones jurídicas y económicas contempladas en estos litigios *vid.* FERRELL, Allen / BETHEL, Jennifer / HU, Gang, «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>].

¹⁰⁰ *Vid.* el excelente trabajo de DEATS, Caleb, «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.* COUTURE, Wendy Gerwick, «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 COUTURE, Wendy Gerwick, «Opinions Actionable as Securities Fraud», en *La. L. Rev.* 73 (2013), pp. 1 ss.

Y es que, a falta de considerar que las calificaciones son datos falsos, la querrela 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 querrela 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, tal y como pasará a relatarse a continuación, 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.

En cualquier caso, los estudios recientes por parte del regulador europeo [ESMA] han causado una cierta intranquilidad en los

mercados internacionales. 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 soberana¹⁰¹. 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

¹⁰¹ Credit Rating Agencies, Sovereign ratings investigation. ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls. ESMA/2013/1775. Dicha investigación se desarrolló entre los meses de febrero y octubre de 2013 en el marco del 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.

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 cuando 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.

CAPÍTULO II
CRISIS FINANCIERA DE LA DEUDA SOBERANA EUROPEA
Y DERECHO PENAL EUROPEO

I. Introducción

Durante décadas, los Estados Miembros de la Unión Europea han discutido la conveniencia y necesidad de establecer una suerte de Derecho penal europeo¹⁰². Si bien el interés en la materia ha sufrido diferentes altibajos, las propuestas no han llegado a consolidarse –y tampoco a desaparecer–. Probablemente, el desenlace final vendrá motivado por un suceso dramático. En las líneas que siguen se argumentará que la crisis de la deuda soberana europea –y sus conocidas consecuencias hasta el momento– constituyen ese catalizador último. Difícilmente puede cuestionarse que el escenario actual, con países europeos al borde de la más absoluta quiebra y sus ciudadanos teniendo que asumir recortes notables del Estado de Bienestar, representa un panorama que fácilmente puede tildarse de crítico. Ahora bien, ¿qué tiene que ver el Derecho penal, o más bien, el Derecho penal federal, con la crisis financiera¹⁰³?

¹⁰² Para una perspectiva general *vid.* KLIP, Andre, *European Criminal Law: An Integrative Approach*, 2ª ed., 2012; SATZGER, Helmut, *International and European Criminal Law*, 2012; HERLIN-KARNELL, Ester, *The Constitutional Dimension of European Criminal Law*, 2012; MITSILEGAS, Valsamis, *EU Criminal Law*, 2009. HECKER, Bernd, *Europäisches Strafrecht*, 2ª ed. 2008. Kai AMBOS (ed.), *Europäisches Strafrecht post-Lissabon*, 2012; SIEBER / BRÜNER / SATZGER / v. HEINTSCHEL-HEINEGG (eds.), *Europäisches Strafrecht*, 2012. En España MUÑOZ MORALES, Marta, *El Legislador penal europeo: Legitimidad y Racionalidad*, 2011 con múltiples referencias. Pese al tiempo transcurrido desde su publicación sigue resultado obligatoria la lectura de NIETO MARTÍN, Adán, *Fraudes comunitarios. Derecho penal económico europeo*, 1996.

¹⁰³ Sobre la relación entre la crisis financieras y el Derecho penal *vid.*, en general, las contribuciones en KEMPF, Eberhard / LÜDERSEN, Klaus / VOLK, Klaus (eds.), *Die Finanzkrise, Das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral*, 2010. Especialmente interesante el análisis de NAUCKE, Wolfgang, *Der Begriff der politischen Wirtschaftstraftat – Eine Annäherung*, 2012, pp. 66 ss. Sobre el tipo de la administración desleal como referencia básica para analizar las conductas de

En las páginas que siguen se ofrecerá una opinión a este respecto, sosteniéndola sobre la base de las últimas comunicaciones y propuestas legislativas de las instituciones europeas. Así, como se detallará más adelante, las instituciones europeas, en el marco de sus políticas de rescate financiero, han comenzado a referir la necesidad de proteger, a través del Derecho penal, los intereses de los contribuyentes europeos. Las propuestas europeas pretenden superar el problema planteado por la despareja protección que el crisol de legislaciones europeas proporciona actualmente a este bien jurídico europeo. Sin embargo, las propuestas estrictamente legales –si bien bienvenidas– sólo proporcionarán una protección parcial sino vienen acompañadas de ciertas reformas estructurales en el seno de la UE. Así, la intención de las instituciones europeas de crear una Fiscalía europea –ya prevista en el artículo 86 TFUE– y un (limitado) tribunal penal europeo sobre la base del artículo TFUE son elementos necesarios estructurales de la reforma.

Esta nueva perspectiva europea presenta rasgos tendentes a la creación de un verdadero Derecho penal federal europeo¹⁰⁴. Las críticas a este planteamiento han sido numerosas a lo largo de los últimos años¹⁰⁵. Sin embargo, estas críticas se han visto desbordadas por los acontecimientos provocados por la crisis de la deuda soberana y la

los principales actores que provocaron la crisis *vid.* las diversas contribuciones de SCHÜNEMANN, Bernd / SCHRÖDER, Christian / WOHLERS, Wolfgang / FISCHER, Thomas, en *ZStW* 123 (2011), pp. 767 ss. Finalmente, un análisis combinado de ambas posturas puede verse en el magnífico artículo de KUBICIEL, Michael, «Die Finanzmarktraf recht zwischen Wirtschaftsraf recht und politischen Straf recht», *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 Wirtschaftsraf recht*).

¹⁰⁴ *Vid.* GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos, *European Federal Criminal Law*, 2014 [en prensa]. Con anterioridad GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos, «Constitución europea y Derecho penal: ¿Hacia un Derecho penal europeo?», en CANCIO MELIÁ (coords.), *Derecho penal y política transnacional*, 2005, pp. 151 ss.; GÓMEZ-JARA, Carlos, «Models for a European System of Criminal Law», en *New Journal of European Criminal Law*, 2010 pp. 385 ss.; GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos, «¿Federalismo jurídico-penal en la Constitución Europea? Una réplica al Prof. Silva Sánchez», en NIETO MARTÍN / ARROYO ZAPATERO (dir.), MUÑOZ DE MORALES ROMERO (coord.), *El Derecho penal de la Unión Europea. Situación actual y perspectivas de futuro*, 2007, pp. 87 ss.

¹⁰⁵ *Vid.* por todos SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María, «Principio de legalidad y legislación penal europea: ¿una convergencia imposible?» en NIETO MARTÍN / ARROYO ZAPATERO (dir.), MUÑOZ DE MORALES ROMERO (coord.), *El Derecho penal de la Unión Europea. Situación actual y perspectivas de futuro*, 2007, pp. 80 ss.

tendencia hacia la protección federal de los intereses financieros europeos es una realidad constatable. Así, no es de extrañar que, en línea con lo aquí apuntado, la Comisaria de Justicia de la UE, Viviane READING, en el discurso pronunciado con motivo de la propuesta de Reglamento estableciendo un Ministerio Fiscal Europeo, señalara claramente que «un presupuesto federal exige una protección federal» o que el presupuesto de la UE «es un presupuesto federal. Si no lo protegemos, nadie lo protegerá por nosotros»¹⁰⁶. Pocas veces se han vinculado tan claramente los conceptos de un presupuesto federal europeo con la necesidad de crear un Derecho penal federal europeo que lo proteja. Claramente, se trata de un cambio de tendencia en lo políticamente correcto en Europa —donde siempre ha estado prácticamente prohibido hablar de federalismo a nivel político— y, ciertamente, los acontecimientos recientes han ejercido una presión considerable a favor de una aproximación federal al problema acuciante que padece Europa en este ámbito.

El presente trabajo describe los avances europeos en esta dirección. Se trata de legislación europea —aspecto legal— que deberá ser interpretada y ejecutada (hasta cierto punto) por instituciones europeas —aspecto estructural—. Como indicación previa, debe advertirse que no se referirán las intensas discusiones que a lo largo de las últimas décadas se han producido sobre la legitimidad del Derecho penal europeo. Más bien, tratará de ofrecerse una determinada visión sobre la voluntad europea de superar los escollos tradicionales que, en gran medida, viene motivada por la necesidad de convencer a los inversores internacionales de la integridad de los mercados financieros europeos. ¿Será suficiente la voluntad de las instituciones europeas para conseguir dicho objetivo? Probablemente gran parte del futuro de la UE dependa de si se finalmente se alcance.

La historia de la UE probablemente pueda ser descrita como una serie de reacciones a sucesos que han puesto en jaque la existencia de Europa. Resulta difícilmente cuestionable que el Tratado de las Comunidades Económicas Europeas fue una reacción contundente a la dramática experiencia que tuvo que afrontar Europa en la Segunda Guerra Mundial. En aquel momento daba la impresión que una Unión Europea —o como la denominaron tanto Churchill¹⁰⁷ como

¹⁰⁶ SPEECH/13/644.

¹⁰⁷ Winston CHURCHILL, Discurso en la Universidad de Zurich, 19 de septiembre de 1946. Disponible en <http://www.churchill-society-london.org.uk/astonish.html>

Eisenhower¹⁰⁸, unos «Estados Unidos de Europa»- era la única salida para evitar una situación similar a que tuvieron que padecer. La actual «guerra financiera»¹⁰⁹ -como ha sido denominada, quizás exageradamente- parece plantear una alternativa similar a la que tuvieron que abordar los padres fundadores de la UE: más Europa (y no menos Europa) es la solución. Ciertamente, son muchos los críticos de la UE que proponen una desintegración europea en lugar de una mayor unificación¹¹⁰. Sin embargo, la lógica económica -por no hablar de los hitos alcanzados a nivel cultural y político- parecen abogar por la solución contraria.

Servata distantia, la experiencia estadounidense en el Siglo XVIII puede arrojar cierta luz sobre la bondad de ciertos planteamientos¹¹¹.

¹⁰⁸ Dwight David EISENHOWER, Discurso ante la *English Speaking Union Dinner at Grosvenor House*, Londres, 3 de Julio de 1951. Disponible en <http://www.eisenhowermemorial.org/stories/english-speaking-union-speech.html>

¹⁰⁹ RICHARD, James / WARS, Currency, *The Making of the Next Global Crisis*, 2011.

¹¹⁰ Ello incluye la solución de una «Europa más modesta» que se limite a la «unidad en la diversidad» tal y como es propuesta por JOERGES, Christian, «Europe's Economic Constitution in Crisis», *ZENTRA WORKING PAPERS IN TRANSNATIONAL STUDIES*. No. 06/2012. Así, dicho autor, pese a que reconoce que «Europa no está en forma» (p. 3) propone una legislación de «conflictos jurisdiccionales» de tal manera que cada Estado miembro debe «tomarse en serio los problemas de sus vecinos» y articular «soluciones de cooperación en áreas específicas» (p. 25). Esta aproximación, de nuevo, no resuelve el problema de fondo y, con toda probabilidad, no recuperará la confianza de los mercados financieros. Adoptar medidas tendentes a una unificación europea parece ser la única forma de lanzar una clara señal a los mercados que la Unión Europea es una suerte de «apuesta segura» para los inversores.

¹¹¹ Algunos autores consideran que ciertos planteamientos estadounidenses sobre la armonización del Derecho penal en EE.UU. -fundamentalmente el Código Penal Modelo- no arrojan excesiva luz sobre el proceso armonizador europeo [así, AMBOS, Kai, «Comments on the Model Penal Code and European criminal law», en Andre KLIP (ed.) *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011, p. 231]. Vid. una perspectiva más amplia en DUBBER, Markus, «The American Law Institute's Model Penal Code and European criminal law», en KLIP, Andre (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011, pp. 209 ss. indicando que gran parte del éxito del Código penal modelo se basó en la autoridad indiscutible de su impulsor: Herbert WECHSLER. La posición escéptica de Ambos no puede ser aquí compartida por varios motivos: en primer lugar, porque, sinceramente, parece más tolerante con la soberanía nacional que una elaboración académica sea propuesta como modelo sin que su transposición a la legislación nacional sea obligada -como, por el contrario, ocurre con las directivas europeas que, además, no permiten prácticamente espacio de juego (*Spielraum*) en su

Una vez finalizada la guerra de independencia, los Estados americanos estaban fuertemente endeudados y la ausencia de un gobierno central fuerte amenazaba con desintegrar la entonces frágil unión¹¹². Los Estados (que no la Unión) tenían una deuda que rondaba los 25 millones de dólares de la época. El estadista Alexander Hamilton, propuso que la Unión asumiera la deuda de los Estados. Entendía que, esta suerte de consolidación de la deuda estatal y federal proporcionaría a los inversores que ostentaban los títulos de deuda un motivo de peso para apoyar al gobierno federal¹¹³. La única solución que permitía alcanzar los resultados esperados era la creación de un Banco Central de los Estados Unidos que estaría financiado con unos 10 millones de dólares que serían recaudados a través de una emisión de bonos dirigida a inversores privados. Al final, esta agenda permitió a una frágil nación consolidarse financieramente.

transposición nacional, so pena de ser sancionados los legisladores nacionales por Bruselas - [vid. ya GÓMEZ-JARA, Carlos, «Models for a European System of Criminal Law», en *New Journal of European Criminal Law* 2010 pp. 385-403] y, en segundo lugar, porque una cuestión es la armonización de legislaciones nacionales [Derecho penal nacional europeizado en la terminología de SATZGER, Helmut, *Die Europäisierung des Strafrechts*, 2001, pp. 8, 57 ss.] y otra muy diferente es la conformación de un Derecho penal emanado de las instituciones europeas y aplicado por las mismas [Derecho penal europeo en dicha terminología]. Las reflexiones del presente trabajo se refieren principalmente a esta segunda dimensión, donde la existencia de unos intereses financieros propiamente europeos - tanto por su afectación a las instituciones europeas como a los ciudadanos europeos - constituyen una fuente de legitimación que no es tan evidente en los esfuerzos armonizadores tendentes a garantizar un mínimo común en el territorio de la Unión Europea. Sobre la armonización cómo técnica de integración vid. extensamente MUÑOZ DE MORALES, Marta, *El legislador penal europeo*, pp. 47 ss., explicitando los costes jurídicos y de política criminal que comporta [pp. 132 ss.]

¹¹² THE FIRST BANK OF THE UNITED STATES. A CHAPTER IN THE HISTORY OF CENTRAL BANKING. Federal Reserve Bank of Philadelphia. Junio 2009 p. 1. Los líderes de la entonces joven nación tenían ante sí preocupaciones similares: restablecer el comercio y la industria del país, devolver la deuda soberana, recuperar la confianza de los inversores y disminuir la inflación.

¹¹³ No hace falta señalar que grandes personajes de la época, fundamentales para la historia de la democracia Americana, se mostraron contrarios a la solución de HAMILTON. Así, Thomas Jefferson, temía que una unión fiscal pudiera crear un monopolio financiero que restara poder a las entidades financieras de los diversos estados, por lo que consideró que la solución de Hamilton era inconstitucional. James Madison también se mostró reacio a la misma debido a que suponía una afrenta a los derechos de Estados puesto que conllevaba que éstos se plegaran al gobierno federal, THE FIRST BANK OF THE UNITED STATES. A CHAPTER IN THE HISTORY OF CENTRAL BANKING. Federal Reserve Bank of Philadelphia. June 2009 p. 3.

La UE ya cuenta con un Banco Central Europeo que, no obstante, se encuentra financiado por los Estados miembros¹¹⁴. También cuenta con la propuesta, ciertamente polémica, de unos Euro-bonos¹¹⁵ que serían emitidos por el propio BCE. Desde el punto de vista jurídico-penal, lo que interesa traer a colación es la legislación penal estadounidense que fue aprobada al mismo tiempo que la creación del Banco Central de los Estados Unidos. En 1798¹¹⁶, el Congreso de los Estados Unidos aprobó ciertos preceptos penales dirigidos a la protección de los intereses financieros de la Unión. Pues bien, de manera sumamente similar, en la actualidad, si la UE se plantea aprobar –y así parece ser– legislación tendente a la consolidación fiscal europea con la intención de proteger la salud financiera europea, resulta lógico que se apruebe un paquete de medidas legislativas europeas tendentes a proteger los intereses financieros europeos existentes y, con mayor motivo aún, los nuevos intereses europeos.

II. Estados Unidos y Europa: ¿Diferentes planteamientos a un mismo problema?

Desde una perspectiva económica, Estados Unidos y Europa parecen haber adoptado planteamientos diferentes frente a la crisis financiera del siglo XXI. Estados Unidos ha bajado tipos de interés en una maniobra sin precedentes proporcionando liquidez al sistema financiero a través de masivas inyecciones de capital –los denominados *Quantitative Easing programs*–. Asimismo, ha mostrado una voluntad férrea de evitar la recesión, incluso a costa de incrementar la deuda pública a niveles desconocidos hasta la fecha. Por el contrario, la Unión Europea ha sido extraordinariamente cauta a la hora de afectar sus reservas, inyectando capital sólo como medida extraordinaria.

¹¹⁴ Vid. el interesante análisis de DE GRAUWE, Paul, «The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?», *CESIFO WORKING PAPER NO. 3569*, 2011.

¹¹⁵ Vid. MATZIORINIS, Kenneth, «Is the 'Euro Bond' the Answer to the Euro Sovereign Debt Crisis? What Outcome can Investors Expect out of Europe?», Diciembre 2011. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1999518>, quien sugiere que hacer un pool de riesgos fiscales, crear un Tesoro Europeo, y emitir Euro-bonos asegurados recíprocamente es la solución óptima y el resultado inevitable del proyecto de integración económica europea.

¹¹⁶ Ley de 27 de junio 27, 1798, 1 Stat. 573. Chap. LXI.- An Act to punish frauds committed on the Bank of the United States. La primera legislación penal federal fue aprobada el 30 de abril de 1790.

Únicamente tras aceptar medidas draconianas de reducción del déficit –y no sin numerosas dificultades– han recibido los Estados Miembros –o sus entidades financieras– inyecciones de liquidez para solventar sus problemas financieros¹¹⁷. A primera vista, da la impresión de que se persiguen dos objetivos diferentes: evitar una recesión en el caso estadounidense vs. evitar la inflación en el caso europeo.

Los motivos para este planteamiento divergente son, probablemente, muchos más de los que se alcanzan a ver. Sin embargo, y pese a poder resultar un tanto *näive*, parece que la memoria histórica ha desempeñado un rol nada desdeñable. En la memoria colectiva estadounidense, la Gran Recesión sigue estando claramente presente¹¹⁸. Asimismo, la hiperinflación padecida hace décadas por Alemania también parece haber tenido una influencia decisiva en el posicionamiento del Estado Miembro dominante en la actitud europea respecto de la crisis financiera¹¹⁹. Sin embargo, pese a la importancia que pudieran tener estas consideraciones históricas, lo cierto es que cualquier vestigio de comparación entre Estados Unidos y Europa siempre sucumbe a una realidad política, jurídica y económica: Estados Unidos es un estado federal; la Unión Europea no. Incluso si la Unión Europea pretendiera seguir el ejemplo de la política financiera estadounidense frente a la crisis, la actual estructura y potestades de la UE conllevan importantes limitaciones que impiden una actuación genuinamente europea.

La Unión Europea parece haberse percatado de este déficit, y, así, las reformas recientes que se proponen desde Bruselas (incluyendo la reforma de los Tratados), se encuentran dirigidas a superar dichos

¹¹⁷ Para una aproximación general a la relación existente entre la crisis de la deuda soberana y los rescates *vid.* ROCH, Francisco / UHLIG, Harald, «The Dynamics of Sovereign Debt Crises and Bailouts», disponible en ec.europa.eu/economy_finance/events/.../day2-paper1_en.pdf

¹¹⁸ En numerosas ocasiones se ha hecho referencia a que el profundo conocimiento del Presidente de la Reserva Federal (Ben Bernanke) de la Gran Depresión ha tenido un impacto significativo en la aproximación de EE.UU. a la crisis financiera del Siglo XXI. *Vid.* en este sentido BALL, Laurence, «Ben Bernanke and the Zero Bound», *NBER Working Paper No. w17836* (Febrero 2012). *Vid.* también las reflexiones del propio Ben BERNANKE, BERNANKE, Ben / JAMES, Harold, «The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison», en R. Glenn HUBBARD (ed.), *Financial Markets and Financial Crises*, 2011, pp. 33-68.

¹¹⁹ *Vid.* THEO BALDERSTON, *ECONOMICS AND POLITICS IN THE WEIMAR REPUBLIC*, 2002.

escollos. Como se explicará más adelante, dichas propuestas incluyen determinados mecanismos para incrementar la protección de los intereses financieros europeos desde una perspectiva jurídica. Como regla general, la posibilidad de adoptar y ejecutar sanciones penales ha sido un terreno vedado a la Unión Europea como consecuencia de la preocupación de los Estados Miembros respecto de la cesión (intolerable) de soberanía que supone¹²⁰. Pero el actual estado de la cuestión, con miles de millones de euros siendo inyectados por las instituciones europeas a Estados miembros gravemente necesitados de liquidez, ha provocado que las preocupaciones respecto de cuestiones de soberanía hayan disminuido y que las necesidades de liquidez hayan aumentado. Ciertamente, no parecería lógico confiar ciegamente en que los Estados miembros que reciban dichos fondos europeos vayan a llevar a cabo una gestión eficiente de los mismos cuando, en muchos casos, han administrado cuestionablemente los fondos europeos recibidos en el pasado.

En cierta medida, da la impresión de que cada vez resulta más evidente que si la Unión Europea pretende solventar el problema de la deuda soberana europea de una vez por todas, un claro movimiento tendente a la unificación parece inevitable. De hecho, tal y como se referirá más adelante, esta tendencia está consolidándose rápidamente en el sector bancario toda vez que el 13 de diciembre de 2012 la Unión Europea alcanzó el acuerdo de crear una Autoridad Bancaria Europea¹²¹. Ahora bien, el argumento que pretende aquí avanzarse es que algo similar debe llevarse a cabo en el ámbito jurídico-penal. Sin perjuicio de los intentos que se han acometido hasta la fecha, lo cierto es un paso decisivo en esta dirección resulta imprescindible a la luz del entorno financiero actual. En este sentido, de la misma manera que se están produciendo en la actualidad transferencias de soberanía para la consolidación de la autoridad bancaria europea¹²², los Estados

¹²⁰ Para una visión tradicional de dichas críticas, sobre todo en lo que a la configuración de su Derecho penal del Ejecutivo *vid.* ALBRECHT, *Die vergessene Freiheit. Strafrechtsprinzipien in der europäischen Sicherheitsdebatte*, 2003, pp. 44 ss.; ALBRECHT / BRAUM, *KritV* 2001, pp. 313 ss.; BRAUM, *Europäische Strafgesetzlichkeit*, 2003, pp. 269 ss., 375 ss., 425 ss., 463 ss.

¹²¹ 17739/12. PRESSE 528

¹²² El reciente simposio *The Sovereign Debt Crisis: Towards Fiscal Union in Europe?*, que tuvo lugar el 7 de junio de 2012 contiene los elementos decisivos para superar dicha situación.

miembros deberían aceptar transferencias de soberanía para la protección de los intereses financieros europeos frente a conductas delictivas que pudieran lesionarlos. De nuevo, es cierto que se están produciendo algunos avances en este sentido, tal y como se referirá más adelante. Pero si «no debe desperdiciarse una buena crisis»¹²³, la Unión Europea no debería desaprovechar la oportunidad de afirmar, de una vez por todas, potestad jurídico penal en el ámbito de la protección de los intereses financieros europeos.

III. La presión de los mercados financieros

Si hay algo que ha demostrado la actual crisis financiera, es que los mercados se mueven con mayor rapidez que la política. La crisis de liquidez que afecta a las entidades financieras se ha transformado en una crisis crediticia que afecta a la capacidad de los Estados miembros para financiarse. Prácticamente todos los políticos europeos han mostrado una incesante preocupación con la prima de riesgo de la deuda soberana. Y mientras los mercados financieros han «vapulcado» continuamente la deuda soberana, la actuación de las instituciones europeas ha permanecido latente. Las peticiones de solidaridad a las naciones más pujantes de la Unión Europea ha sido un tema recurrente dentro y fuera del escenario de los Estados más necesitados. Pero la necesidad de una actuación decisiva por parte de la Unión Europea se ha visto postergada en el tiempo.

No resulta extraño, entonces, que el incremento en los costes de financiación por parte de determinados países de la UE, les haya obligado a ceder frente a la realidad financiera y solicitar un rescate. Si bien la propagación de una suerte de enfermedad financiera contagiosa¹²⁴ ha provocado que varios Estados hayan solicitado

¹²³ Esta cita ya clásica es utilizada precisamente por COFFEE, John C., «The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated», *Cornell Law Review* 2012. Disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1982128 para justificar que «only after a catastrophic market collapse, can legislators and regulators overcome the resistance of the financial community and adopt comprehensive 'reform' legislation.» De manera sumamente similar, HABERMAS, Jürgen, *The Crisis of the European Union. A response*, 2012 considera que la «crisis es una oportunidad» para profundizar en los fundamentos democráticos europeos.

¹²⁴ Vid. MISSIO, Sebastian / WATZKA, Sebastian, «Financial Contagion and the European Debt Crisis», *CESIFO WORKING PAPER NO. 3554*, agosto 2011.

rescates financieros como fichas de dominó¹²⁵, las soluciones «a medias» que se han ido ofreciendo muestran, más que nunca, la necesidad de una solución a largo plazo de esta problemática que conlleve un nuevo diseño institucional europeo. Los mecanismos del *European Financial Stability Facility*¹²⁶, el *European Financial Stabilisation Mechanism* o el reciente *European Stability Mechanism* son claros ejemplos del intento de las instituciones europeas por aliviar la presión de los mercados financieros de manera definitiva¹²⁷. La reciente decisión de establecer una Autoridad Bancaria Europea que supervise a partir del año 2014 a las entidades financieras europeas resulta un ejemplo evidente de consolidar esta tendencia¹²⁸.

Una circunstancia, empero, parece más que evidente en el *quid pro quo* entre Unión Europea y Estados Miembros rescatados. Para poder acceder a los fondos europeos, los Estados Miembros deben renunciar a ciertas parcelas de soberanía. Los presupuestos nacionales han sido recortados, las decisiones sobre importantes ámbitos económicos ha sido conferida a la Unión Europea y determinados objetivos europeos se han convertido en política económica nacional. Más aún, ciertos aspectos característicos de la soberanía nacional, como son las elecciones nacionales, se han dejado de lado momentáneamente. Los casos de Grecia e Italia muestran cómo, cuando la necesidad se vuelve imperiosa, el nombramiento de un dirigente próximo a la Unión Europea para gobernar el país resulta decisivo. O expresado de otra manera, ciertamente más drástica: la voluntad política de la Unión Europea ha reemplazado en ciertas ocasiones la voluntad política de los ciudadanos de la Unión Europea que se mostraban reacios a admitir un recorte sustancial del Estado de Bienestar.

¹²⁵ Vid. DE SANTIS, Roberto A., «The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Safe haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal, European Central Bank», *Working Paper Series No 1419*, febrero 2012.

¹²⁶ Vid. entre muchos otros, HUIZINGA, Harry / HORVÁTH, Bálint, «Does the European Financial Stability Facility Bail out Sovereigns or Banks? An Event Stud», *European Banking Center Discussion Paper*, No. 2011-031. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1957584>.

¹²⁷ Vid. el extenso análisis de OLIVARES-CAMINAL, Rodrigo, «The EU Architecture To Avert a Sovereign Debt Crisis», disponible en <http://www.oecd.org/finance/financialmarkets/49191980.pdf>, que fue presentado en el simposio «Financial Crisis Management and the Use of Government Guarantees», celebrado en la OCDE en París el 3 y 4 de octubre de 2011.

¹²⁸ 17739/12. PRESSE 528.

En el marco de dichas transferencias de soberanía, da la impresión de que un proceso semejante está teniendo lugar en el ámbito de un reducto tradicional de la soberanía nacional: el Derecho penal. Ese es el motivo por el que este trabajo sostiene que la crisis de la deuda soberana europea ha puesto sobre la mesa de forma más inquietante que nunca la necesidad de desarrollar un verdadero Derecho penal europeo¹²⁹. Más aún, da la impresión de que los recientes acontecimientos han proporcionado la legitimidad necesaria a la UE para la adopción de legislación penal tendente a proteger los caudales económicos de contribuyentes europeos e inversores internacionales que ya ha comenzado a fluir hacia determinados Estados Miembros. Estas inyecciones de fondos sólo pueden debidamente garantizadas si se establecen los mecanismos de supervisión y disuasión adecuados.

El *enforcement* real y efectivo es una condición necesaria, entendemos, para que el nuevo sistema tenga alguna oportunidad de prosperar. En este sentido, la protección de los intereses financieros europeos, incluida la malversación de fondos europeos, ha sido un tema recurrente en la UE. No parece desacertado considerar que la inexistencia de una autoridad fuerte e independiente en la UE que pueda sancionar adecuadamente este tipo de conductas ilícitas ha sido uno de los motivos por los cuales se han producido muchos de los episodios de despilfarro de fondos públicos europeos. Por lo tanto, al igual que los fondos públicos inyectados por los EE.UU. a muchas empresas estadounidenses han sido cuidadosamente monitorizados por la fiscalía del Departamento de Justicia¹³⁰, existe una necesidad imperiosa de contar con mecanismos similares a nivel europeo. Expresado en los términos más sencillos posibles: los fondos europeos

¹²⁹ Una aproximación interesante al origen de la crisis, los retos políticos que tiene ante sí la que para resolverla y las consecuencias de una posible salida de Grecia del Euro puede verse en FELDMAN, Martin, «The Euro and The European Economic Conditions». *National Bureau of Economic Research Working Paper* 17617 (2011).

¹³⁰ El conocido programa TARP «Trouble Assets Release Program» y los consiguientes programas de rescate son monitorizados de cerca por el Departamento de Justicia. La cantidad de recuses y agentes federales asignados a este programa se ha visto incrementado desde su inicio en el año 2008. Así, sólo para año fiscal 2010 se dotaron 62.6 Millones de Dólares y 359 puestos (54 agentes y 165 abogados) tal y como requirió el Departamento de Justicia : <http://www.justice.gov/jmd/2010factsheets/pdf/cff-fisc.pdf> .

deben considerarse fondos federales, y las conductas que atenten contra los mismos, deben ser perseguidos y enjuiciados a nivel europeo.

Por ello, la cuestión que aflora en los mercados financieros es la siguiente: ¿Pueden estar seguros los inversores internacionales que sus inversiones en deuda soberana están garantizadas cuando la sanción de conductas ilícitas sobre las mismas no lo está en igual medida? Más aún, ¿pueden estar seguros los contribuyentes europeos de que sus dolorosos esfuerzos financieros merecen la pena cuando la propia UE no cuenta con mecanismos suficientes para sancionar penalmente las conductas que atentan contra los fondos europeos? De nuevo, no parece desencaminado advertir un cierto riesgo moral (*moral hazard*) en el hecho de que son fondos europeos los que rescatan a los Estados Miembros y a sus entidades financieras, pero la malversación de dichos fondos no puede perseguirse a nivel europeo. En definitiva, si no deben existir lagunas de punibilidad respecto de conductas que atentan gravemente contra los fondos europeos que tanto esfuerzo y sacrificio están demandando de los ciudadanos europeos, entonces la asunción de competencias penales por parte de la UE en esta limitada parcela de la esfera jurídico penal parece resultar plenamente legítima.

IV. La tradicional aproximación europea al problema

La rápida y «típica» respuesta europea a estas cuestiones ha sido dejar al arbitrio de los Estados Miembros la protección de los intereses financieros europeos. Pero parece que los recientes acontecimientos están mostrando que incluso esta suerte de «ignorancia deliberada» frente a la realidad de lo que ha ocurrido en el seno de la UE tiene un límite. Los datos que verifican que ha existido un abuso de los fondos europeos no ofrecen duda alguna al respecto¹³¹. Y reforzaría sin duda

¹³¹ El fraude que afecta a los intereses financieros europeos va en aumento. Sólo en el año fiscal 2010, el impacto financiero de las irregularidades *detectadas* por los sistemas de control en la partida del Gasto suman 10.800 millones de Euros (el 1.27 % de los fondos), comparados con los 10.400 millones (1.13% de los fondos) de 2009. En la partida del Ingreso, el impacto fue también mayor que en 2009: •393 millones comparados con los •357 millones. En resumen «Overall figures for 2010 indicate that the number of irregularities reported has increased for all sectors» [REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL, Protection of the European Union's financial interests-Fight against fraud-Annual Report

la confianza de los inversores internacional saber que existe una autoridad supervisora y sancionatoria europea realmente efectiva que tutela –también penalmente– la adecuada utilización de los recursos financieros europeos. Realmente puede tildarse como un acto de fe que las instituciones europeas sigan confiando en que los estados miembros van a sancionar penalmente de manera efectiva los abusos de fondos públicos europeos. Las autoridades nacionales han fallado repetidamente en el intento de sancionar adecuadamente estas conductas como demuestran los escasos procedimientos y aún más escasas condenas. Asimismo, la cifra negra de ilícitos en este ámbito es alarmante y, a la vista de las inyecciones de capital por importe de cientos de millones de euros, resulta cuando menos temerario seguir confiando en el *status quo* –máxime cuando los recortes en el Estado de Bienestar de los ciudadanos europeos están sumiendo a la población en una situación crítica–.

Precisamente por todo ello conviene traer a colación que el Tratado de Lisboa –probablemente sin haber previsto el *tsunami* financiero que se avecinaba– cuenta con las disposiciones legislativas necesarias para proporcionar a la UE el arsenal necesario para afrontar esta nueva etapa. Una Fiscalía Europea, en conjunción con un reforzamiento de las agencias europeas *Europol* y *Eurojust*¹³² representan una herramienta sumamente adecuada para hacer cumplir los parámetros de legalidad establecidos por Bruselas¹³³. La protección total de los intereses financieros parece ser un ingrediente indispensable de la receta del rescate que la UE ha venido desarrollando en los últimos años y presente

2010 (accessible: http://ec.europa.eu/anti_fraud/reports/commission/2010/EN.pdf). Dos factores adicionales deben ser tenidos en cuenta: primero, estas cifras corresponden al fraude detectado, por lo que la cifra «negra» es aún mayor. Segundo, el incremento exponencial del fraude a raíz de las cantidades que en la actualidad se están destinando a los Estados Miembros a través de los rescates, es evidente.

¹³² Para una visión general de la estructura propuesta entre Eurojust y el Ministerio Fiscal Europeo *vid.* ESPINA RAMOS, Jorge Ángel, «Towards a European Public Prosecutor's Office: the Long and Winding Road» en KLIP, André (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011, pp. 35 ss. *Vid.* ya SUOMINEN, Annika, «The Past, Present and the Future of Eurojust», *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 15 (2008), pp. 229 ss.

¹³³ Para una visión comprensiva de estas agencias y las que asimismo se proponen *vid.* KLIP, André, *European Criminal Law: An Integrative Approach*. 2ª ed., 2012, pp. 383-414.

desarrollar en el futuro. Si la UE no aprueba legislación penal tendente a proporcionar dicha protección, habrá dejado pasar una gran oportunidad para reforzar uno de los componentes vitales de su política financiera. No es casualidad que los Estados federales siempre han considerado que tenían competencia penal para tutelar los fondos federales. El hecho de que el federalismo imperante en la UE no sea un federalismo estatal sino un federalismo supranacional¹³⁴ no debería ir en contra de la propia UE. Es una cuestión de diseño del sistema, no de principios¹³⁵.

V. Luces y sombras de la comparación con la federalización estadounidense

A la vista de lo que se ha venido señalando, no parece estar de más observar cómo ciertos sistemas federales, especialmente Estados Unidos, han venido protegiendo mediante sanciones penales sus fondos públicos. Reconocer la idiosincrasia europea es una cosa; rechazar la imposición de sanciones penales por parte de la UE cuando ha existido una defraudación sustancial de fondos europeos, es otra¹³⁶.

¹³⁴ Sobre este concepto *vid.* VON BOGDANDY, Armin, «Founding principles», en BOGDANDY / BLAST (eds.), *Principles of European Constitutional Law*, 2009, pp. 11 ss. Para una interpretación de su importancia para el ámbito del Derecho penal *vid.* GÓMEZ-JARA, Carlos, *European Federal Criminal Law*, 2013. Desde la perspectiva aquí defendida, este tipo de planteamientos tienen un mejor encaje con el concepto de democracia transnacional de HABERMAS [HABERMAS, *The crisis of the European Union*, 2012, pp. 12 ss.] que con concepciones funcionalistas y neofuncionalistas [*vid.* sobre estas cuestiones WEILER, Joseph, «Rediscovering Functionalism», *Harvard Jean Monnet Working Paper* N° 7/00, Symposium: Responses to Joschka Fischer, 2000; de manera más reciente, y teniendo en cuenta otros aspectos, WEILER, Joseph, 'The political and legal culture of European integration: An exploratory essay', *International Journal of Constitutional Law* 9 (2011), pp. 678 ss.].

¹³⁵ Sobre esta cuestión *vid.* la discusión entre SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María, «Principio de legalidad y legislación penal europea: ¿una convergencia imposible?», en NIETO MARTÍN / ARROYO ZAPATERO (dir.), MUÑOZ DE MORALES ROMERO (coord.), *El Derecho penal de la Unión Europea. Situación actual y perspectivas de futuro*, 2007, pp. 80 ss. y GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos, «¿Federalismo jurídico-penal en la Constitución Europea? Una réplica al Prof. Silva Sánchez», en NIETO MARTÍN / ARROYO ZAPATERO (dir.) MUÑOZ DE MORALES ROMERO (coord.), *El Derecho penal de la Unión Europea. Situación actual y perspectivas de futuro*, 2007, pp. 87 ss.

¹³⁶ Para un análisis de la práctica estadounidense en el ámbito de las sanciones, así como una comparación con Europa, *vid.* WHITMAN, James Q., *Harsh Justice: Criminal Punishment and the Widening Divide between America and Europe*, 2003, pp. 41-64.

En realidad, cualquier otra aproximación a este problema que no siga derroteros similares a los que viene estableciendo la UE respecto de la protección de la competencia –esto es: el baluarte sacrosanto de la integración europea¹³⁷–, hace aflorar la cuestión de cuánto tiempo más puede aguantar la UE sin abordar de manera clara y definitiva la defraudación de los fondos europeos. El presente trabajo sólo pretende resaltar determinados avances que se están produciendo en la materia y proporcionar argumentos adicionales a favor de esa solución sobre la base de la lógica de los mercados financieros –incluyendo los mercados de deuda soberana–.

Sin duda alguna, el sistema estadounidense de Derecho penal federal no puede trasladarse sin más al continente europeo. Existen demasiadas diferencias estructurales¹³⁸ e idiosincrasias nacionales a tener en cuenta. Muchas de las reflexiones aquí expresadas pretenden mantener la necesaria distancia con las instituciones estadounidenses, si bien, al mismo tiempo, beneficiarse al máximo de uno de los sistemas federales con mayor grado de *enforcement* y relevancia político-económica.

En principio, conviene señalar que los debates en EE.UU. sobre el Derecho penal federal son, en realidad, debates sobre el federalismo en sí. De manera similar, los debates sobre el Derecho penal europeo se tornan en debates sobre si la UE tiene competencias en materia penal. Pero las semejanzas van más allá de ciertas identidades en el pensamiento funcional-problemático. La expansión de la legislación penal federal estadounidense sobre la base de la conocida *commerce clause*¹³⁹ es sumamente similar a la expansión de la legislación europea

¹³⁷ Tal y como lo indica KLIP, Andre, *European Criminal Law: An Integrative Approach*, p. 454: «Competition law is the only area where the European Union currently has direct enforcement powers at its disposal. Competition law has its origins in the internal market from the very beginnings of the European Communities»

¹³⁸ Difícilmente puede encontrarse una explicación más ilustrativa que la de SULLIVAN, Julie E., «The Federal Criminal Code is a Disgrace: Obstruction Statutes as a Case Study», *J. Crim. L. & Criminology* 96(2006), p. 643: el «Código» penal federal americano es una «incomprehensible, random and incoherent, duplicative, ambiguous, incomplete, and organizationally nonsensical mass of federal legislation that carries criminal penalties».

¹³⁹ ABRAMS, Norman / SUN BEALE, Sara / RIVA KLEIN, Susan, *Federal Criminal Law and its Enforcement*, 5ª ed., 2010.

en materia penal sobre la base de la «libre circulación de mercancías» dado que la Unión Europea ha considerado que las decisiones judiciales son «mercancías» que deben «circular libremente» sobre la base del principio de reconocimiento mutuo¹⁴⁰. Resulta cuando menos interesante notar que la reticencia de la UE a reconocer la existencia de competencias en materia penal ha creado un sistema penal *sui generis* que, en ciertos aspectos, es más federal que el sistema de Derecho penal federal estadounidense¹⁴¹. Ello provoca que, posiblemente, estemos en presencia de un momento idóneo para que las autoridades europeas aborden la tarea de proporcionar la protección más efectiva y uniforme posible a los intereses financieros europeos.

VI. El incierto futuro

No hace falta insistir en el hecho de que la adopción de este tipo de medidas va a requerir una voluntad política europea inequívoca. Muchos Estados Miembros, tal y como ha sucedido en el pasado, van a rechazar conferir este tipo de competencias a la UE. Pero la situación actual de la UE ha proporcionado la oportunidad a las instituciones europeas de demandar un *qui pro quo* a los Estados Miembros: si quieren recibir los esperados fondos europeos, deben mostrarse conformes con la adopción de mecanismos europeos de control y sanción (incluida

¹⁴⁰ Tal y como lo expresa el propio tenor literal de la decisión marco introduciendo la euro-orden «Es preciso sustituir las relaciones clásicas de cooperación que prevalecían entre Estados miembros por un **sistema de libre circulación de decisiones judiciales** en materia penal, tanto previas a la sentencia como definitivas, en el espacio de libertad, seguridad y justicia» <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32002F0584:enHTML>. Para aproximación sumamente instructiva al principio de reconocimiento en su estado actual *vid.* JIMENO BULNES, Mar, *Un proceso europeo para el Siglo XXI*, 2011, pp. 32 ss.; desde una perspectiva más específica, si bien cuando todavía no había sido objeto de un desarrollo tan importante como el que tiene en la actualidad dicho principio *vid.* ORMAZABAL SÁNCHEZ, Guillermo, *Espacio Penal Europeo y Mutuo Reconocimiento*, 2006. Uno de los principales problemas de la rápida progresión del principio de reconocimiento mutuo es su transgresión de garantías procesales. Sobre dicha tensión *vid.* AMBOS, Kai, «¿Reconocimiento mutuo versus garantías procesales» en DE HOYOS SANCHOS, Montserrat (coord.), *El proceso penal en la Unión Europea: garantías esenciales*, 2008, p. 25 ha señalado lo siguiente: «El punto central de la política sobre justicia penal en la Unión Europea se sitúa en la simplificación y agilización de la cooperación policial y judicial, pero sin crear, al mismo tiempo un estándar adecuado de Derechos fundamentales para toda la Europa unida».

¹⁴¹ *Vid.* GÓMEZ-JARA, Carlos, *European Federal Criminal Law*, 2013.

la penal). El documento probablemente idóneo para plasmar dicha reciprocidad sean los conocidos -y denostados- *Memorandums of Understanding*¹⁴². Estados consolidados han precisado enfrentarse a las crisis para llevar a cabo reformas significativas de sus estructuras fundamentales. Probablemente haya llegado el momento de reconocer que aunque la UE no es un Estado federal, tiene los mismos problemas que si lo fuera. Y, por lo general, problemas similares exigen una solución similar.

En el momento en el que se escriben estas líneas, la UE está debatiendo una profunda reforma de los Tratados para consolidar definitivamente la unión fiscal con una serie de sanciones automáticas a imponer a los Estados Miembros que no cumplan con los ratios impuestos por Bruselas¹⁴³. Pues bien, esta oportunidad debería ser aprovechada para incluir la creación de la Fiscalía Europea de conformidad con el artículo 86 TFUE y establecer un tribunal penal adjunto al TJUE¹⁴⁴. De esta manera, se contaría con una estructura similar a la estadounidense que proporcionaría un *enforcement* más adecuado de las disposiciones relativas a la protección de los intereses financieros europeos. Mientras que dicho *enforcement* sea dejado al arbitrio de los Estados Miembros, el sistema contará con un importante déficit.

VII. ¿Una nueva aproximación europea?

Desde que la crisis de la deuda soberana comenzó a azotar Europa con el caso griego en mayo de 2010, las instituciones europeas han

¹⁴² De hecho, resulta evidente que las condiciones impuestas en los MOUs conllevan una transferencia de soberanía nacional. *Vid.* por ejemplo el MOU firmado con Grecia http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/mou/2012-03-01-greece-mou_en.pdf. Una cesión de soberanía limitada al ámbito del Derecho penal que afecta a los intereses financieros europeos, sería plenamente coherente con la tendencia actual y con el artículo 325 TFUE, especialmente si se toma en consideración que estos no son intereses «genuinamente» nacionales, sino intereses supranacionales de la UE.

¹⁴³ Para más detalles *vid.* VAN ROMPUY, Herman, «Towards a Genuine Economic and Monetary Union», *EUCO* 120/12. 26 Junio de 2012.

¹⁴⁴ Para una discusión del proceso legislativo tendente a constituir la Fiscalía Europea *vid.* KLIP, Andre, *European Criminal Law: An Integrative Approach*. p. 463. Sobre la oportunidad de creación de este tipo de tribunal ESTER HERLIN-KARNELL, *The Constitutional Dimension of European Criminal Law*, 2012, p. 230. *Vid.* más extensamente GÓMEZ-JARA, Carlos, *European Federal criminal Law*, 2013.

comenzado a desarrollar un sentido más agudo de la urgencia que requiere la implementación de medidas destinadas a proteger los intereses financieros europeos. Sin embargo, tal y como se observará, las comunicaciones llevadas a cabo por la Comisión Europea y el Consejo de la Unión Europea no terminan de abordar el problema de fondo. Así, pese a que lo reconocen y describen de manera correcta, parecen quedarse «cortos» en la verdadera solución al problema. De la misma manera que la UE reacciona de manera tardía a condiciones de mercado adversas –lo cual desencadena importantes «reprimendas» por parte de China y Estados Unidos– los movimientos de la UE en torno a la protección penal de los intereses financieros europeos también parecen desarrollarse a cámara lenta.

VII.1. La protección del dinero de los contribuyentes europeos

Uno de los ejemplos más claros de la ausencia de una férrea determinación al abordar estas cuestiones es la reciente comunicación de la Comisión Europea a otras instituciones europeas sobre la «protección de los intereses financieros de la Unión Europea a través del Derecho penal y las investigaciones administrativas. Una política integrada para salvaguardar el dinero de los contribuyentes»¹⁴⁵. Así, pese a que reconoce que «El Tratado establece un marco claro para que la UE refuerce su acción en el ámbito del Derecho penal»¹⁴⁶, que «se necesitan medios más efectivos para combatir las actividades delictivas contra el presupuesto de la UE»¹⁴⁷ y que existe una «protección insuficiente contra el uso delictivo del presupuesto europeo» así como una «insuficiente acción judicial para luchar contra la actividad delictiva»¹⁴⁸, el resultado final sigue careciendo de efectividad suficiente. Ello resulta aún más sorprendente cuando de la lectura del texto de la Comisión Europea se desprende que la institución europea es plenamente consciente de los mecanismos

¹⁴⁵ COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSEJO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO Y AL COMITÉ DE LAS REGIONES sobre la protección de los intereses financieros de la Unión Europea a través del Derecho penal y de las investigaciones administrativas. Una política integrada para salvaguardar el dinero de los contribuyentes. COM(2011) 293 final. Bruselas, 26.5.2011.

¹⁴⁶ COM(2011) 293 p. 4.

¹⁴⁷ COM(2011) 293 p. 5.

¹⁴⁸ COM(2011) 293 pp. 4-5

necesarios para articular una solución definitiva. Así, la Comisión refiere los siguientes cuatro mecanismos para proteger los intereses financieros de la Unión Europea¹⁴⁹.

- i) *Medidas sobre cooperación judicial en materia penal (artículo 82).*
- ii) *Directivas con normas mínimas de Derecho penal (artículo 83).*
- iii) *Legislación sobre el fraude que perjudique a los intereses financieros de la Unión (artículos 310, apartado 6, artículo 325, apartado 4).*
- iv) *El artículo 85 permite otorgar competencias de investigación a Eurojust y el artículo 86 permite la creación de una Fiscalía Europea a partir de Eurojust para combatir las infracciones que perjudiquen a los intereses financieros de la Unión.*

Así las cosas, tras reconocer el estatus quo, la necesidad de actuación en este ámbito y los recursos a disposición de las autoridades europeas, realiza afirmaciones tan «templadas» como las siguientes: «Si, para alcanzar el legítimo objetivo de combatir el fraude contra el presupuesto de la UE resulta necesario el Derecho penal, incluida una mejora de las definiciones de las infracciones y unas normas mínimas sobre las sanciones, deberán observarse algunos principios rectores»¹⁵⁰. A reglón seguido procede a detallar las garantías procesales en relación con los derechos fundamentales, la aproximación de las legislaciones penales, y la necesidad de reflexionar sobre el reforzamiento de las instituciones europeas. Pues bien, a la vista del estado actual de la UE, con intereses de financiación cada vez más elevados para muchos EE.MM., costes de aseguramiento de la deuda soberana cada vez mayores y las dificultades para su colocación –en una de las recientes subastas de la deuda alemana se obtuvo una de las menores demandas desde la instauración del Euro¹⁵¹– lo cierto es que la necesidad de una acción decisiva por parte de las instituciones europeas parece cada vez más exigible.

VII.2. La denominada «estrategia anti-fraude»

La reacción europea a la comunicación que acaba de indicarse fue otra comunicación. Así, la Comisión Europea se dirigió a las mismas

¹⁴⁹ COM(2011) 293 p. 10.

¹⁵⁰ COM(2011) 293 p. 10.

¹⁵¹ Wall Street Journal, Jueves, 24 de noviembre de 2011 «German Bond Sale Spurs Worries».

instituciones europeas señalando cuál iba a ser su «estrategia antifraude» para los próximos años¹⁵². La nueva estrategia de la Comisión Europea para combatir el fraude mediante la prevención, la detección y el establecimiento de unas condiciones adecuadas para las investigaciones del fraude pretende «lograr una **disuasión y reparación adecuadas, con sanciones proporcionadas y disuasorias y respetando un proceso justo**, especialmente mediante la introducción de **estrategias de lucha contra el fraude a nivel de los servicios de la Comisión** y respetando y aclarando las distintas responsabilidades de los diferentes interesados»¹⁵³. Esta comunicación refiere que, a lo largo del año 2011, se han presentado diversas iniciativas para combatir el fraude y la corrupción de los intereses financieros europeos. Dichas iniciativas son las siguientes¹⁵⁴:

*La propuesta de la Comisión para **modificar el marco jurídico de la OLAF** tiene por objeto aumentar la eficacia y rapidez de sus investigaciones, reforzar las garantías procesales, reforzar su cooperación con los Estados miembros y mejorar su gobernanza.*

*La **Comunicación sobre la protección de los intereses financieros de la Unión Europea a través del Derecho penal y de las investigaciones administrativas** establece de qué manera pretende la Comisión proteger el dinero de los contribuyentes a nivel de la UE contra las actividades ilegales, incluidas las amenazas que plantea la corrupción dentro y fuera de las instituciones de la UE. La Comunicación señala las oportunidades para mejorar el marco del Derecho penal y las herramientas procesales para investigadores y fiscales, así como posibles cambios institucionales tales como la creación de una Fiscalía Europea.*

*Como complemento a estas iniciativas, la **Comunicación sobre la lucha contra la corrupción en la UE** establece un mecanismo de información en la materia en la UE para la evaluación periódica de los Estados miembros («Informe sobre la lucha contra la corrupción en la UE»).*

¹⁵² COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSEJO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO, AL COMITÉ DELAS REGIONES Y AL TRIBUNAL DE CUENTAS SOBRE LA ESTRATEGIA DE LUCHA CONTRA EL FRAUDE DE LA COMISIÓN, COM(2011) 376 final.

¹⁵³ COM(2011) 376 final, p. 2 (subrayado en el original).

¹⁵⁴ COM(2011) 376 final, pp. 3-4.

El Programa de Trabajo de la Comisión para 2011 también incluye una propuesta para un nuevo marco jurídico sobre la confiscación y la recuperación de activos de origen delictivo, en el capítulo «Iniciativas sobre protección de la economía lícita».

Después de estas buenas intenciones, lo cierto es que las acciones que, como resultado del mismo, se desprenden resultan, de nuevo, un tanto «tibias» en lo que al Derecho penal se refieren. Además de reforzar la transparencia, la ética, la cooperación entre los Estados miembros y la detección del fraude, la Comisión Europea considera que, en el ámbito de las conductas ilícitas que afectan a los intereses financieros europeos¹⁵⁵.

La justicia debe lograrse con un procedimiento adecuado y en un tiempo razonable. Los procedimientos deben establecer normas mejoradas utilizando mecanismos que permitan una acción rápida e independiente. Además de unas sanciones adecuadas, las personas que sean declaradas culpables y sancionadas administrativamente deben ser efectivamente privadas del producto del delito y los recursos defraudados deben ser recuperados.

Así, para hacer frente a estas conductas ilícitas, la Comisión sólo hace referencia a sanciones «financieras o administrativas»¹⁵⁶. ¿Dónde quedan, entonces, las sanciones penales?¹⁵⁷

VII.3. Hacia una política criminal europea

La respuesta a esta pregunta puede encontrarse en una reciente comunicación de la Comisión Europea dirigida a otras instituciones

¹⁵⁵ COM(2011) 376 final, p. 8.

¹⁵⁶ COM(2011) 376 final, p. 15.

¹⁵⁷ Una rápida respuesta sería que la Comisión no tiene competencia para imponer dichas sanciones. La respuesta algo más pausada es que la institución europea más poderosa, la Comisión Europea, todavía se muestra reticente a iniciar un procedimiento mediante el que pueda imponer sanciones quasi-penales. Sin duda, como autoridad administrativa, no puede imponer sanciones penales. Pero con idéntica certeza puede centrar su objetivo en incentivar que los tribunales nacionales impongan sanciones penales sobre la base de las reglas de procedimiento penal que se están planteando a nivel europeo en virtud de acusaciones formuladas por la Fiscalía Europea. Con posterioridad se referirá esta posibilidad, pero por ahora sólo se pretende llamar la atención de la Comisión Europea no está haciendo uso en sus comunicaciones de todo el potencial comunicativo asociado a sus declaraciones públicas.

europas efectuada el 29 de septiembre de 2011. El título de la misma resulta esperanzador: «Hacia una política de Derecho penal de la UE: garantizar la aplicación efectiva de las políticas de la UE mediante el Derecho penal»¹⁵⁸. El problema, de hecho, puede ser precisamente el amplio espectro que pretende abarcar la Comisión: del concreto problema referido a la protección de los intereses financieros europeos –que hoy en día preocupa sobremanera– a la implementación de políticas europeas a través del Derecho penal. La Comisión europea desenfocó en cierta manera el núcleo del problema y, como resultado, perdió parte de su fuerza expresiva al abandonar el territorio seguro (y limitado) de protección de los intereses financieros europeos. Así, la comunicación contiene una serie de políticas y motivos por los cuales resulta aconsejable que la UE actúe en el ámbito del Derecho penal:¹⁵⁹

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

¹⁵⁸ COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSEJO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO, AL COMITÉ DE LAS REGIONES Y AL TRIBUNAL DE CUENTAS, «Hacia una política de Derecho penal de la UE: garantizar la aplicación efectiva de las políticas de la UE mediante el Derecho penal». COM(2011) 573 final.

¹⁵⁹ COM(2011) 573 final, p. 7.

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.*

Del contenido de esta comunicación parece desprenderse que la protección de los intereses financieros europeos no es la *ratio* principal de su actuación. De hecho, como puede observarse, se hace referencia constantemente a la base jurídica del artículo 83 TFUE, el cual, como es sabido, aborda la delincuencia grave transfronteriza. No se presta excesiva atención, por tanto, al artículo 325 TFUE, que tutela la protección de los intereses financieros europeos. En resumidas cuentas, de lo que acaba de exponerse se deriva que la forma en la que la UE pretende abordar la protección a través del Derecho penal del presupuesto europeo y del dinero de los contribuyentes europeos es como un apéndice de la perspectiva general que sostiene la UE respecto del Derecho penal -y ello con independencia del claro lenguaje empleado por el TFUE respecto de las conductas delictivas que afecten a los intereses financieros europeos-.

VIII. ¿Serán suficientes las buenas intenciones de la UE?

Si bien puede discutirse ampliamente al respecto, lo cierto es que no parece que este tipo de respuesta sea el que exigen las circunstancias actuales. Un mensaje claro y contundente en el sentido de que se procederá a la supervisión europea (incluyendo sanciones penales) de los fondos europeos es no sólo lo que, con mayor seguridad, tranquilizará a los mercados, sino que proporcionará cierto «consuelo» a los ciudadanos europeos de que las penurias que están padeciendo no volverán a repetirse en el futuro. Expresado de manera clara: ¿por qué el sacrificio actual de millones de ciudadanos no conlleva una declaración tajante de que la UE adoptará todas las medidas a su alcance para evitar que la misma situación se repetirá en el futuro? ¿No sería más razonable que la UE supervisará con todos los medios disponibles en el TFUE que los fondos europeos se encuentran protegidos

frente a conductas ilícitas? Ciertamente, los ciudadanos europeos no pueden confiar en que los mecanismos actuales evitarán una situación similar en el futuro, toda vez que no la han impedido en el pasado.

El contexto que acaba de describirse no es en absoluto extraño a los ordenamientos federales. La necesidad de un *enforcement* federal frente a conductas locales que perjudican fondos federales es una constante en la historia del Derecho penal federal. Y es precisamente la independencia por parte de las agencias federales respecto de los factores nacionales la que asegura el necesario equilibrio. Mientras que la UE siga confiando a los Estados Miembros la protección de los intereses financieros europeos, situaciones similares a las padecidas hasta el momento volverán a repetirse. Las posibilidades reales de persecución y condena de conductas delictivas que afecten a los intereses financieros europeos es mínima, tendente a nula¹⁶⁰. ¿Cuál es el incentivo de las autoridades nacionales en perseguir –y los tribunales nacionales en condenar– conductas delictivas que provocan un perjuicio patrimonial a fondos «extranjeros»? Con toda seguridad que muchos miembros del escalafón fiscal y judicial ostentan un sentido de la responsabilidad incuestionable. Pero confiar únicamente en ese sentido de la responsabilidad como única herramienta frente al fraude a los intereses financieros europeos parece un ejercicio de *wishful thinking*. De nuevo, la mejor prueba de que los mecanismos existentes no son suficientes para proteger los intereses financieros europeos es que no han impedido este tipo de conductas en el pasado. ¿Por qué habrían de hacerlo en el futuro? Existe una probabilidad más que razonable de que no lo harán.

Éste y otros motivos son los que han conllevado la supervisión federal de los fondos de rescate TARP en los Estados Unidos. Los individuos que han contribuido al fraude de los fondos europeos hasta el punto de provocar la quiebra de numerosas entidades reiterarán su conducta de una u otra manera en el futuro. Especialmente, si, como consecuencia de dichas conductas, no se abren investigaciones e imponen sanciones penales. Como demuestra la experiencia

¹⁶⁰ Esta tensión entre Estados Miembros y Unión europea será decisiva a la hora de definir la relación que existirá entre Fiscalía Europea y Estados Miembros. Para una discusión de esta relación y los tres posibles modelos a implementar *vid.*, KLIP, Andre, *European Criminal Law: An Integrative Approach*, pp. 459-464.

comparada, en muchas ocasiones son las propias autoridades locales en EE.UU. las que solicitan que intervengan las agencias federales para que investiguen y castiguen este tipo de conductas. Dichas autoridades poseen los recursos humanos necesarios, pero difícilmente ostentan el conocimiento y posibilidades de investigación que existen a nivel federal. Precisamente por ello, en EE.UU se creó *la Office of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program (SIGTARP)*, encargada de supervisar de cerca la aplicación de los fondos de rescate. *SIGTARP* es una agencia temporal que proporciona los medios necesarios para que se efectúe la supervisión adecuada por parte del Departamento de Justicia y el Tesoro. Precisamente este alto nivel de supervisión de los fondos federales en EE.UU. debería servir de indicación a la UE de la necesidad de implementar mecanismos de supervisión semejantes –sobre todo a la luz de la ingente cantidad de fondos inyectados –.

A nivel europeo, las deficiencias de supervisión se han puesto ya de manifiesto por la Oficina Antifraude europea, la OLAF¹⁶¹. Ya respecto del año fiscal 2010, la OLAF refiere el número de denuncias que se cursan a las autoridades nacionales que finalmente no resultan en investigación alguna¹⁶². La cantidad de 68 millones de Euros

¹⁶¹ El rol que la OLAF está llamada a desempeñar en relación con la Fiscalía Europea será sumamente significativo. Tal y como lo indica ESPINA RAMOS, Jorge Ángel, «Towards a European Public Prosecutor's Office: the Long and Winding Road», en KLIP, Andre (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011: «En la actualidad, la OLAF posee el expertizaje y conocimiento necesario para la investigación de delitos contra los intereses financieros europeos. No resulta concebible que en el futuro se lleven a cabo actuaciones sin contar con la OLAF. El propio Plan de Acción del programa de Estocolmo lo reconoce claramente». No obstante, también resulta igualmente cierto que la carencia de procedimientos de investigación claramente definidos y la inexistencia de una estructura de supervisión de las investigaciones llevadas a cabo por la OLAF suponen, al día de hoy, un riesgo importante *vid.* MITSILEGAS, Valsamis, *EU Criminal Law*, 2009, pp. 214 ss. comentando igualmente el conocido caso *Tillack* (con sus ramificaciones) y la dificultad de un control judicial de la OLAF.

¹⁶² Por poner un ejemplo ilustrativo, en España, durante 1999 y 2007, la OLAF remitió 79 para que se iniciaran las correspondientes investigaciones penales. Se iniciaron 28 procesos y se obtuvieron 4 condenas. De nuevo, como indica ESPINA RAMOS, Jorge Ángel, «Towards a European Public Prosecutor's Office: the Long and Winding Road», en KLIP, Andre (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011, de ello se pueden sacar dos conclusiones: a) que la especialización es claramente un valor añadido que incrementa la eficacia de los procesos; b) que, en general, el número de condenas es sustancialmente bajo y que hay espacio para la mejora».

recuperada palidece al lado de la cantidad (detectada) defraudada. De nuevo en el año 2011 se produjo una importante discrepancia entre las cantidades defraudadas y las recuperadas, incluso teniendo en cuenta que en un solo caso en Italia se recuperó 328 millones de Euros. En general, en el informe remitido por la OLAF para el año 2011 se declara expresamente «La experiencia de OLAF, basada en estadísticas y análisis pormenorizados, muestra cómo existe un déficit disuasorio en el ámbito de los delitos contra los intereses financieros europeos. (...) Adicionalmente, los operadores jurídicos han hecho continua referencia al hecho de que la cooperación mutua entre los Estados tiene sus límites, que la utilización de pruebas obtenidas en otros Estados resulta sumamente problemática y que existe una clara tendencia a investigar y sancionar los casos nacionales, despreocupándose de los casos europeos»¹⁶³. En pocas palabras, la OLAF ha expresado la necesidad de que exista una supervisión europea de los fondos europeos.

VIII.1. Primer banco de pruebas: la manipulación de mercado y los casos del LIBOR y del FOREX

Una rápida lectura de la discusión sobre el Derecho penal europeo muestra cómo el énfasis en el *enforcement* penal ha oscilado entre la protección de los intereses financieros europeos a lo largo de los años noventa y la lucha contra la criminalidad transfronteriza en el siglo XXI¹⁶⁴. En la actualidad, existe un resurgir de la preocupación por la criminalidad económica y cómo afecta a los mercados financieros europeos. Ciertamente, ello no implica que no se preste atención a la delincuencia transfronteriza grave, pero la crisis de la deuda soberana y el peligro que supone para la Eurozona¹⁶⁵ han mostrado la necesidad de abordar la cuestión del *enforcement* penal a nivel europeo para prevenir este tipo de conductas. La diferencia, esta vez, probablemente sea que las instituciones europeas son ya conscientes de que los mecanismos de los que dispone actualmente no son suficientes para

¹⁶³ Informe OLAF P. 35.

¹⁶⁴ Para una visión general de estos desarrollos últimos *vid.* las contribuciones en KLIP, Andre (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011.

¹⁶⁵ No en vano, para muchos teóricos el Euro decidirá el futuro de la Unión Europea [*vid.* sólo, por lo significado de su autoridad sobre la configuración y legitimidad de la Unión Europea, HABERMAS, Jürgen, *The crisis of the European Union*, 2012, pp. 119 ss.].

procurar una protección efectiva, disuasoria y proporcionada. Ello, fundamentalmente, porque la protección dispensada hasta el momento no ha sido suficiente para evitar la situación actual.

Merece la pena resaltar en este sentido que la primera propuesta de Directiva en materia penal sobre la base de las nuevas competencias del Tratado de Lisboa ha sido la referida manipulación de mercado y abuso de información privilegiada¹⁶⁶. La importancia de este paso debe aquí subrayarse. Durante la primera década del Siglo XXI, las instituciones europeas estaban preocupadas con la lucha contra el tráfico de estupefacientes, de personas, blanqueo de capitales etc. Pero con la entrada en vigor del Tratado de Lisboa esta serie de cuestiones parecen haber pasado a un relativo segundo plano y la UE ha centrado su atención en la lucha contra determinadas de criminalidad que afectan a los mercados financieros. Este cambio de tendencia muestra cómo la mayor preocupación de la UE es la protección de los mercados financieros frente a conductas que, en última instancia, amenazan la estabilidad financiera de los Estados Miembros y, por ende, la existencia de la Eurozona.

Una atenta lectura de la referida propuesta muestra el vínculo que la UE establece entre 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 inversores¹⁶⁷. Pero por el momento basta con repasar el tenor literal de la propuesta:

¹⁶⁶ 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.

¹⁶⁷ Escéptica respecto de esta vinculación HERLIN-KARNELL, Ester, *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 (*over criminalization*) 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,

*La Directiva tiene por objeto **aumentar la confianza de los inversores y la integridad de los mercados (...)***¹⁶⁸.

*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. (...)***¹⁶⁹.

*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*¹⁷⁰.

***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*¹⁷¹.

*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***¹⁷².

Para garantizar la aplicación efectiva de la política europea destinada a asegurar la integridad de los mercados financieros establecida en el Reglamento (UE) n° ... del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la información del mercado, los Estados miembros deben extender también la

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.

¹⁶⁸ COM(2011) 654 final, p. 2.

¹⁶⁹ COM(2011) 654 final, p. 3.

¹⁷⁰ COM(2011) 654 final, p. 5.

¹⁷¹ COM(2011) 654 final, p. 7.

¹⁷² COM(2011) 654 final, p. 9.

*responsabilidad a las personas jurídicas, incluido, siempre que sea posible, la responsabilidad penal de las mismas*¹⁷³.

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 realza 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 financieros¹⁷⁴. 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.

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 LIBOR¹⁷⁵. 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

¹⁷³ COM(2011) 654 final, p. 9.

¹⁷⁴ *Vid.* Docs. 8920/10 of 22.4.2010 y 7881/10 de fecha 29.3.2010.

¹⁷⁵ 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 SOUSA MENDES, Paulo de, «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 CHORAFAS, Dimitris N., *Wealth Management. Private Banking, Investment Decisions and Structured Financial Products*, 2006.

tenían¹⁷⁶. 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 asunto¹⁷⁷. Asimismo, la BBA confirmó el 25 de septiembre de 2012 que transferiría a los reguladores británicos la supervisión de dicho índice¹⁷⁸. 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 fiscales¹⁷⁹). Asimismo, los fiscales han presentado un escrito de acusación

¹⁷⁶ «Libor scandal explained and what rate-rigging means to you». *USA Today*. 18 de Julio de 2012.

¹⁷⁷ http://www.bundestag.de/presse/hib/2012_11/2012_555/01.html

¹⁷⁸ «Libor Spurned, Credit Score Review, Germany's Audit: Compliance». Bloomberg. Consultado el 26 de septiembre de 2012.

¹⁷⁹ Son sumamente conocidas las palabras del actual Juez *Rakoff* (antiguo Fiscal Jefe del Estado de Nueva York): «To federal prosecutors of white-collar crime,

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

El reciente escándalo vinculado a la manipulación del LIBOR 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 una relación demasiado ‘cómoda’ entre los supervisores nacionales y los bancos en tu país de origen»¹⁸⁰.

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.» RAKOFF, Jed S., «The Federal Mail Fraud Statute (Part 1)», *Duq. L. Rev.* 18 (1980), pp. 771 ss.

¹⁸⁰ REDING, Viviane, «Amended Proposal for a Directive on Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation», *Joint press conference with Commissioner Barnier*, Brussels, 25 Julio 2012, SPEECH/12/569, p. 3.

La reacción europea tras el escándalo no se ha hecho esperar, y han remitido una nueva propuesta para la imposición de sanciones penales a este respecto sobre la base del artículo 83(2) TFEU¹⁸¹. 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. Tal vez no sea una sorpresa, entonces, que la solución a esta problemática europea venga dada por una magnitud difícil de variar: el tiempo. En este sentido, los tiempos que manejan los mercados financieros no son los mismos que guían la política europea. La necesidad actuar con rapidez puede conllevar que una reacción «tardía» llegue «demasiado tarde». Como se puede comprobar por los diarios económicos, las reacciones inmediatas frente a los movimientos financieros son la única forma de apaciguar a los mercados y proporcionar los inversores una suerte de refugio económico.

De hecho, lo tardío de las reacciones europeas se ha mostrado en el hecho de que, de manera aún más reciente, se hayan iniciado investigaciones sobre la posible manipulación de los mercados de FOREX¹⁸². Ello 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 financieras¹⁸³ (a algunos de ellos, se les han asignado abogados defensores en el ámbito penal)¹⁸⁴.

¹⁸¹ 2011/0297 (COD).

¹⁸² 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 question» [<http://www.ft.com/cms/s/0/3c06d74c-4bbe-11e3-8203-00144feabdc0.html#axzz2kdfhOfg>].

¹⁸³ 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*.

¹⁸⁴ 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 comercial, lo cual comienza a ser advertidos por las entidades financieras.

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 autoridades¹⁸⁵.

VIII.2. El segundo banco de pruebas: la Directiva de Protección Penal de los intereses financieros

Poco después de la referida propuesta de Directiva sobre sanciones penales por conductas de manipulación de mercado y abuso de información privilegiada, el Parlamento Europeo y el Consejo propusieron una Directiva sobre la lucha contra el fraude que afecta a los intereses financieros de la Unión a través del Derecho penal¹⁸⁶ sobre la base del artículo 325 TFUE¹⁸⁷. Ambas instituciones europeas

¹⁸⁵ 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.

¹⁸⁶ COM(2012) 363 /2.

¹⁸⁷ No se puede desconocer aquí que durante años ha existido una intensa discusión sobre el tenor literal del antiguo artículo 280.4 TCE –predecesor del artículo 325 TFUE–. Si bien existían interpretaciones sumamente divergentes respecto de dicho precepto y de si implicaba una competencia penal de la UE [vid. GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos, «Constitución europea y Derecho penal: ¿Hacia un Derecho penal europeo?», en CANCIO MELLÁ (coord.), *Derecho penal y política transnacional*, 2005, pp. 151 ss.; de manera más reciente, con literatura actualizada, vid. MUÑOZ DE MORALES, Marta, *El legislador penal europeo*, 2012, pp. 286 ss.], en última instancia la posición actual de las instituciones europeas es que «el artículo 325 incluye el poder de adoptar disposiciones de Derecho penal en el contexto de la protección de los intereses financieros de la Unión contra todos los tipos de ataques ilegales, cosa que no ocurría en el correspondiente artículo 280, apartado 4, del Tratado CE.» [COM(2012) 363 /2 p. 7]. Ya en este sentido WEIGEND, Thomas, «Der Entwurf einer Europäischen Verfassung und das Strafrecht», *ZStW* 116 (2004), p. 288. Se muestra de acuerdo MUÑOZ DE MORALES, Marta, *El legislador penal europeo*, 2012, p. 303, principalmente a raíz de la supresión de la última frase del artículo 280.4 TCE «La supresión de la cláusula final supone en reconocimiento de una competencia penal en toda regla en el ámbito de la

indican claramente que tanto el fraude como actividades delictivas relacionadas con el mismo suponen un problema significativo para el presupuesto europeo y, en consecuencia, para los contribuyentes europeos. Asimismo indican que la UE tiene la obligación de proteger el patrimonio de los contribuyentes europeos de la manera más eficiente, utilizando en consecuencia todas las herramientas que brinda el Tratado de Lisboa. Precisamente el hecho de que los Estados Miembros hayan adoptado diversas regulaciones que protegen de manera muy diferente a los fondos europeos ha precipitado la actuación de la UE en este ámbito. De manera igualmente significativa indican las dos principales instituciones europeas en el ámbito legislativo: «La protección equivalente de los intereses financieros es una cuestión de credibilidad de las instituciones, órganos y organismos de la Unión que garantiza la legitimidad de la ejecución presupuestaria»¹⁸⁸.

Dicha necesidad de protección realmente equivalente de los intereses financieros europeos pretende ser alcanzada a través de una Directiva. Ciertamente, el artículo 325 TFUE no exige que la referida protección sea alcanzada a través de una directiva, sino que deja abierto el mecanismo a través del cual se puede alcanzar una protección efectiva y equivalente de los intereses financieros europeos –en concreto: *resulta preferible en términos de coherencia*¹⁸⁹, *sistematización*¹⁹⁰

protección de los intereses financieros de la Unión, ya que no se entendería muy bien con qué fin iba el nuevo Tratado a suprimir la polémica coetilla prevista en el apartado 4 del 280 TCE, si no fuera para reconocer la competencia penal por esta vía»; en sentido similar SZAREK-MASON, Patrycja, *The European Union's Fight Against Corruption*, 2010, p. 49. En sentido contrario SICURELLA, Rosaria, «Some reflections on the need for a general theory of the competence of the European Union in criminal law», en KLIP, Andre (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011, pp. 236 ss.

¹⁸⁸ COM(2012) 363 /2 p. 4.

¹⁸⁹ Debido a que la Fiscalía Europea encargada de investigar y acusar por esos delitos se ha propuesto sobre la base de un Reglamento resulta más coherente que la parte sustantiva se regule igualmente mediante el mismo instrumento legislativo y de esa manera se diferencia claramente de otras disposiciones armonizadoras sustantivas europeas.

¹⁹⁰ Toda vez que el art. 325 TFUE no se encuentra dentro del bloque competencial relativo a la coordinación judicial en materia penal (arts. 83 ss. TFUE) resulta sistemáticamente más correcto diferenciar claramente entre ambas vías: directivas para el art. 83 TFUE y Reglamento para el 325.

y efectividad¹⁹¹ utilizar la vía del Reglamento en lugar de la Directiva¹⁹². El tenor literal del mencionado precepto del Tratado de Lisboa es el siguiente:

«El Parlamento Europeo y el Consejo, con arreglo al procedimiento legislativo ordinario y previa consulta al Tribunal de Cuentas, adoptarán las medidas necesarias en los ámbitos de la prevención y lucha contra el fraude que afecte a los intereses financieros de la Unión con miras a ofrecer una protección eficaz y equivalente en los Estados miembros y en las instituciones, órganos y organismos de la Unión.»

De las dos alternativas que estaban a disposición de las instituciones europeas, se optó por la más políticamente correcta¹⁹³: la Directiva. El texto de la misma resulta sumamente relevante no sólo porque contiene la base de los delitos sobre los que tendrá competencia exclusiva el Ministerio Fiscal europeo, sino porque contiene, además de las disposiciones relativas al delito de fraude en sentido estricto a los intereses financieros europeos, una serie de «delitos relacionados» con el fraude: la corrupción activa y pasiva, así como la malversación de caudales públicos europeos.

En efecto, la citada propuesta de directiva contiene, en primer lugar, la siguiente definición de delitos de fraude que afecta a los intereses financieros europeos (art. 3):

¹⁹¹ Poco cabe añadir sobre el hecho de que la aplicación directa de un Reglamento siempre es más efectiva que la transposición de una Directiva al ordenamiento nacional. Se asegura una interpretación uniforme a lo largo del territorio europeo al emplearse la unificación en lugar de la armonización como técnica legislativa.

¹⁹² En un sentido similar, tendente a reconocer la protección de los intereses financieros europeos a través de un Reglamento basado en el artículo 325.4 TFUE, vid. MARTA MUÑOZ DE MORALES, *El legislador penal europeo*, 2012, p. 310: «La conclusión en uno y otro caso es la misma: si la tutela penal de los intereses financieros de la UE tiene que venir dada por un reglamento, no habrá más remedio que recurrir al artículo 325.4 TFUE».

¹⁹³ Resulta evidente que las connotaciones políticas que connota la adopción de un Reglamento en esta materia no son fáciles de aceptar por algunos EE.MM. sobre la base de usurpaciones de la soberanía nacional y el tan manido déficit democrático europeo. Ciertamente, la corrección política de proponer una Directiva en lugar de un Reglamento hará que la adopción final del texto legislativo propuesto resulta más fácil. Sin embargo, precisamente la actual situación crítica europea, donde se han tenido que realizar importantes concesiones en términos de soberanía, hace que resulte una oportunidad singular para intentar adoptar un texto legislativo que, por su naturaleza, impida que las divergencias nacionales jueguen en el futuro en contra de los intereses financieros europeos. Vid. las reflexiones en ambos sentidos de *Matthias Krüger*, «Unmittelbare EU-Strafkompetenzen aus Sicht des Deutschen Strafrechts», en *HRRS* 2012, pp. 377 ss.

Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para garantizar que las siguientes conductas, cuando se cometan intencionalmente, serán sancionables como delito penal

a) en materia de gastos, cualquier acción u omisión relativa a:

- i) el uso o la presentación de declaraciones o documentos falsos, inexactos o incompletos, que tenga por efecto la apropiación indebida o la retención infundada de fondos del presupuesto de la Unión o de presupuestos administrados por la Unión, o en su nombre,*
- ii) la no revelación de información en incumplimiento de una obligación concreta, con el mismo efecto, o*
- iii) el uso indebido de pasivos o gastos para fines distintos de los que motivaron su concesión;*

b) en materia de ingresos, cualquier acción u omisión relativa a:

- i) el uso o la presentación de declaraciones o documentos falsos, inexactos o incompletos, que tenga por efecto la disminución ilegal de los recursos del presupuesto de la Unión o de los presupuestos administrados por la Unión, o en su nombre,*
- ii) la no revelación de información en incumplimiento de una obligación concreta, con el mismo efecto, o*
- iii) el uso indebido de un beneficio obtenido legalmente, con el mismo efecto.*

A continuación, la propuesta de directiva refiere una serie de *Delitos penales relacionados con el fraude que afectan a los intereses financieros de la Unión* (art. 4) con el siguiente tenor literal:

Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para garantizar que las siguientes conductas, cuando se cometan intencionalmente, sean punibles como delito penal:

- a) La acción de un funcionario que, directamente o a través de un intermediario, pida o reciba ventajas de cualquier tipo, para él o para terceros, o acepte la promesa de una ventaja, para actuar o abstenerse de actuar de acuerdo con su deber o en el ejercicio de sus funciones, de tal modo que perjudique o pueda perjudicar los intereses financieros de la Unión (corrupción pasiva).*
- b) La acción de toda persona que prometa o conceda, directamente o a través de un intermediario, una ventaja de cualquier tipo a un funcionario, para él o para un tercero, a fin de que actúe o se*

abstenga de actuar de acuerdo con su deber o en el ejercicio de sus funciones, de tal modo que perjudique o pueda perjudicar los intereses financieros de la Unión (corrupción activa).

4. Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para garantizar que el acto intencionado realizado por un funcionario público de comprometer o desembolsar fondos, o apropiarse o utilizar activos de forma contraria a los fines para los que estaban previstos y con la intención de causar perjuicio a los intereses financieros de la Unión, sea punible como delito penal (apropiación indebida).

Por lo tanto, el texto de la Directiva contiene una serie de disposiciones legislativas que deben ser armonizadas a lo largo de la UE. Esta aproximación de *law-in-the-books* resulta sin duda bienvenida¹⁹⁴. Pero muy posiblemente no llegarán a proporcionar un *enforcement* adecuado. Un mayor énfasis parece necesario si las instituciones europeas pretenden proteger adecuadamente los fondos europeos y a los inversores extranjeros. Sin perjuicio del desequilibrio manifiesto de la protección de los fondos europeos a lo largo y ancho de la UE que brindan los distintos códigos penales de los ordenamientos nacionales, las investigaciones y sanciones penales en estos años como consecuencia de los mismos han sido aún menores. Con otras palabras, el problema más acuciante se encuentra al nivel del *enforcement* de las disposiciones legislativas de índole penal, más que en el tenor literal de las mismas. Por ello parece razonable que las instituciones europeas adopten una perspectiva más basada en las consignas del *law-in-action* que del *law-in-the-books*. Precisamente por las cuestiones que acaban de relacionarse, no resulta extraño que en tiempos sumamente recientes, se haya propuesto la creación, mediante Reglamento, de un Fiscalía Europea, tal y como pasamos a analizar.

¹⁹⁴ Precisamente lo contrario opina el gobierno británico, que además de temer una ampliación de la competencia europea en materia tributaria, expresó las siguientes críticas: (i) establece mínimos de prisión; (ii) se asemeja a la directiva de confiscación de bienes, sobre la cual el Reino Unido expresó su no aplicación en territorio británico; (iii) se aplica de forma extraterritorial a súbditos británicos; (iv) la base del artículo 325 TFUE no permite al Reino Unido autoexcluirse de su aplicación. En general, muestran una decidida voluntad a no ceder esta parcela de soberanía. Vid ampliamente <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld201213/ldselect/ldecom/158/15802.htm>. En una línea similar se pronuncia la *Confederation Fiscale Europeenne*.

VIII.3. El tercer banco de pruebas: el Ministerio Fiscal Europeo

Hasta ahora, las reflexiones del presente trabajo se han centrado en el Derecho penal sustantivo. Sin embargo, lo cierto es que como consecuencia de lo que se viene indicando, el ámbito que mayor necesidad de actuación europea muestra es el del Derecho penal procesal. El número de instrumentos legislativos europeos que va moldeando los contornos del Derecho penal procesal ha ido incrementando en los últimos años. Desde la Orden Europea de Detención y Entrega hasta la Orden Europea de Aseguramiento de Pruebas y Embargo de Bienes¹⁹⁵, pasando por el artículo 54 del CAAS¹⁹⁶ y la propuesta de Directiva sobre conflictos de jurisdicción el impacto que éstos¹⁹⁷ la influencia que los instrumentos europeos han tenido en la vida diaria de los operadores jurídicos europeos es manifiesta¹⁹⁸. En general, cabe afirmar que una regulación sustantiva

¹⁹⁵ Vid. las contribuciones al respecto en ARANGÜENA FANEGO, Coral (coord.), *Garantías procesales en los procesos penales de la Unión Europea*, 2007 y DE HOYOS SANCHOS, Montserrat (coord.), *El proceso penal en la Unión Europea: garantías esenciales*, 2008.

¹⁹⁶ Sobre el mismo vid. las contribuciones en ARROYO, Luis / NIETO, Adan (coords.), *El principio ne bis in ídem en el Derecho penal*, 2007. Vid. igualmente Vervaele, John, «Derechos fundamentales en el espacio de libertad, seguridad y justicia: el ne bis in ídem praetoriano del Tribunal de Justicia», en DE HOYOS SANCHOS, Montserrat (coord.), *El proceso penal en la Unión Europea: garantías esenciales*, 2008, pp. 79 ss. Sobre un caso reciente y la paulatina configuración del Espacio Europeo de Seguridad Libertad y Justicia en un instrumento de garantías procesales del ciudadano europeo, vid. Carlos GÓMEZ-JARA, «Artículo 54 del Convenio Schengen y proceso de extradición. a propósito del auto de la Audiencia Nacional de 14 de enero de 2013 y el concepto de cosa juzgada europea, en *Diario La Ley* 8042 (2013).

¹⁹⁷ Vid. Libro Verde sobre los conflictos de jurisdicción y el principio *non bis in idem* en los procedimientos penales, 2005 [COM(2005) 696 final], y la conocida *Freiburg Proposal on Concurrent Jurisdictions and Prohibition of Multiple Prosecutions in the European Union* elaborado por los investigadores del *Max Planck Institut Anke Biehler / Roland Kniebühler / Juliette Lelieur-Fischer / Sibyl Steins*, 2003.

¹⁹⁸ No en vano, el gobierno español ha elaborado recientemente un Anteproyecto de Ley española sobre el reconocimiento mutuo de resoluciones judiciales penales en la Unión Europea (2013). La justificación para dicho texto legislativo es la siguiente: «Ante esta prolífica tarea normativa de las instituciones de la Unión Europea, los Estados miembros tienen la obligación de afrontar una intensa labor legislativa para incorporar a sus ordenamientos la disposiciones aprobadas hasta el momento. En España, además, si la técnica normativa empleada hasta ahora en la transposición de las cuatro primeras decisiones marco no variase, ello implicaría una enorme producción normativa, no sólo por las múltiples leyes que

sin una canalización procesal adecuada está condenada al fracaso. Por ello, resulta evidente que las propuestas legislativas en el orden sustantivo que se han venido mencionando hasta el momento deben ser acompañadas por una legislación procesal adecuada¹⁹⁹.

Precisamente en este sentido, durante varias décadas se ha venido discutiendo la conveniencia y necesidad del establecimiento de una Fiscalía Europea²⁰⁰. Así, ya en el proyecto de *Corpus Iuris*²⁰¹ se contenía una determinada regulación de esta institución –quizás demasiado ambiciosa para el momento en el que planteaba–. Poco después, para tomar el pulso a la voluntad política y posibilidad técnica de adopción de dicha institución se presentó el Libro verde para la protección de los intereses financieros a través del Derecho penal y el establecimiento de un Ministerio Fiscal Europeo –donde claramente se vinculaba la protección de los intereses financieros europeos a la creación de la fiscalía europea–²⁰². Sin embargo, la propuesta legislativa de una Directiva de protección de los intereses financieros europeos en 2001²⁰³ sólo contempló la primera parte del Libro Verde, dejando de lado la Fiscalía Europea –probablemente debido a la falta de consenso político al respecto–. Pocos años después, el proceso de adopción de una Constitución para Europa mostró lo arduo de la cuestión: si bien en los textos iniciales se planteaba una fiscalía europea con potestad sobre la protección de los intereses financieros y la delincuencia grave

habrían de adoptarse, sino también por las consiguientes leyes orgánicas complementarias que someterían a constantes modificaciones a la Ley Orgánica del Poder Judicial. (..)Por ello, se ha decidido modificar la técnica normativa empleada hasta ahora en la incorporación de estas normas europeas, persiguiendo tanto garantizar una mejor transposición, como reducir la dispersión normativa y la complejidad de un ordenamiento que, a la postre, tiene que permitir a los jueces su tarea de aplicar el Derecho en un ámbito ya de por sí complejo y nuevo.»

¹⁹⁹ Vid. en este sentido LIGETI, Katalin, «The European Public Prosecutor's Office: Which Model?, KLIP, Andre (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011, pp. 51 ss.

²⁰⁰ Vid. con numerosas referencias ARMERO VILLALBA, Silva, «El Fiscal Europeo», en MIR, Santiago / CORCOY, Mirentxu (dirs.), *Garantías constitucionales y Derecho penal europeo*, 2012, pp. 143 ss. MITSILEGAS, Valsamis, *EU Criminal Law*, 2009, pp. 229 ss. considerando que se trata de «una de las cuestiones más debatidas en los últimos años sobre el desarrollo del Derecho penal europeo».

²⁰¹ http://ec.europa.eu/anti_fraud/documents/fwk-green-paper-corpus/corpus_juris_en.pdf

²⁰² COM(2001)715 final.

²⁰³ COM(2001)272 final.

transfronteriza, finalmente el texto que se sometió a (la fallida) ratificación contenía exclusivamente un mandato directo de protección de los intereses financieros, previendo la posibilidad que por decisión unánime del Consejo se pudiera ampliar a la delincuencia grave transfronteriza²⁰⁴. Por último, el Tratado de Lisboa se hizo eco de esta última versión, estableciendo en el artículo 86 TFUE la competencia en materia de protección de los intereses financieros europeos con la mencionada posibilidad de ampliación.

Así las cosas, la Comisión Europea ha presentado recientemente una propuesta de Reglamento estableciendo una Fiscalía Europea²⁰⁵, el cual constituye, sin lugar a dudas, un salto cualitativo en la evolución del Derecho penal europeo puesto que constituye una auténtica autoridad supranacional europea de carácter penal con competencia en el territorio europeo²⁰⁶. Dicha propuesta legislativa debe entenderse vinculada a la propuesta de Directiva sobre la lucha contra el fraude que afecta a los intereses financieros de la Unión a través del Derecho penal²⁰⁷, toda vez que la referida fiscalía será competente para investigar los delitos que se encuentran descritos en la mencionada Directiva. Con motivo de este impulso legislativo europeo, resulta adecuado efectuar una serie de consideraciones sobre el nacimiento de esta institución y la necesidad de afinar la regulación²⁰⁸.

En primer lugar, dicha tendencia legislativa ha venido propiciada por la necesidad acuciante de protección de los intereses financieros europeos. La crisis de la deuda soberana 2010-2013 ha evidenciado, de manera patente, los importantes déficits estructurales de protección

²⁰⁴ Art. III-274 del Tratado por el que se establece una Constitución para Europa. CIG 87/1/04.

²⁰⁵ [COM(2013)534final].

²⁰⁶ *Vid.* en un sentido similar VERVAELE, J.A.E., 'Quel statut pour le ministère public?', en *Quelles perspectives pour un ministère public européen? Protéger les intérêts financiers et fondamentaux de l'Union*, 2010, p. 189

²⁰⁷ [COM(2012)363final].

²⁰⁸ Debe notarse que en los foros académicos se ha venido discutiendo intensamente en los últimos tiempos el modelo de fiscalía europea que debe adoptarse. A este respecto, el proyecto más importante es el liderado por KATALIN LIGETI. Sobre el posicionamiento de esta autora *vid.* ID., «The European Public Prosecutor's Office: Which Model?, KLIP, Andre (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011. Sobre el proyecto *vid.* <http://www.eppo-project.eu/>. Para las contribuciones más recientes al respecto *vid.* *Eucrim* 2/2012 y *NJECL* 4 (2013).

que padecían los intereses financieros europeos²⁰⁹. La resistencia ideológica frente a la cesión de soberanía que supone el establecimiento de esta institución ha cedido frente a la presión de los mercados financieros y la necesidad de permitir que sea la propia Unión Europea quien defienda sus intereses a la vista del déficit de protección que estaban dispensando los Estados Miembros.

En segundo lugar, el hecho de la Fiscalía Europea se establezca mediante un Reglamento –tal y como estaba previsto, por lo demás, en el artículo 86 TFUE– garantiza una actuación uniforme a lo largo del territorio europeo, de tal manera que se evitan las disparidades a las que han dado lugar en el paso las Directivas –y, a mayor abundamiento, las decisiones-marco–. En este sentido, se fortalece la federalización del Derecho penal europeo, si bien no se establece con toda la claridad que sería deseable entre *Eurojust* y la Fiscalía Europea²¹⁰.

En tercer lugar, el modelo descentralizado escogido –sc. una unidad central en Bruselas y Delegados en los diversos Estados Miembros– sin duda comportará importantes dificultades de

²⁰⁹ Probablemente, las palabras más elocuentes en este sentido las ha pronunciado la comisaria de Justicia, Viviane Reading, al indicar que «un presupuesto federal exige una protección federal». SPEECH/13/644, como ya se expuso con anterioridad. *Vid.* con anterioridad el discurso de Viviane Reading «The future legal and institutional framework of combating fraud against the EU's financial interests» impartido con motivo de la reunión de Fiscales Generales europeos el 26 de junio 2012.

²¹⁰ *Vid.* las atinadas reflexiones de ESPINA RAMOS, Jorge Ángel, «Towards a European Public Prosecutor's Office: the Long and Winding Road», en KLIP, Andre (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011, pp. 35 ss., indicando que debe establecer una «clara separación entre ambas estructuras» (p. 40). *Vid.* ya SUOMINEN, Annika, «The Past, Present and the Future of Eurojust», *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 15 (2008), pp. 229 ss. Sobre el rol que desempeñará la OLAF en este nuevo diseño institucional *vid.* COVOLO, Valentina, «From Europol to Eurojust –Towards a European Public Prosecutor. Where Does OLAF Fit In?», en *Eucrim* 2/2012, pp. 83 ss., quien, después de exponer las diversas posibilidades, parece decantarse por una OLAF competente en investigaciones administrativas y alejadas, por tanto, del ámbito estrictamente jurídico-penal. Ello, no obstante, plantea, en realidad, cuál será el criterio objetivo para distinguir los procedimientos administrativos de los procedimientos penales, lo cual no aparece reflejado en modo alguno en la directiva. Da la impresión de que será una cuestión a decidir sobre la base del principio de oportunidad por parte del Fiscal Europeo.

coordinación. Si bien se prevé la obligatoriedad de cumplir con las directrices emanadas del Fiscal General Europeo²¹¹, lo cierto es que el Delegado nacional puede sufrir importantes presiones por parte del Estado Miembro en el que desempeña su función toda vez que dicho Estado será considerado responsable civil subsidiario en caso de condena²¹². Así sería preferible la instauración de fiscales europeos cuya única misión fuera la protección de los intereses financieros europeos²¹³.

²¹¹ Cuestión aparte, si bien igualmente relevante, es el control democrático que debe poder ejercerse sobre el Ministerio Fiscal europeo. En este sentido, acertadamente, ZWIERS, Martin, *The European Public Prosecutor's Office*, 2011, p. 373 indicando que resulta indispensable establecer algún tipo de mecanismo para introducir «un control democrático de una institución que tendrá un impacto directo en los derechos y libertades de los ciudadanos».

²¹² En opinión de ESPINA RAMOS, Jorge Ángel, «Towards a European Public Prosecutor's Office: the Long and Winding Road» en KLIP, Andre (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011, p. 41 la estructura de los fiscales no es nueva y, de hecho, se usa en España. Si bien considera que pueden existir ciertos riesgos de fricción entre el fiscal europeo y los delegados, considera que se pueden establecer diversos mecanismos que ayuden a solucionar los mismos. No obstante, en contra de las buenas intenciones vertidas por el autor, lo cierto es que la experiencia federal de otros sistemas muestra que la absoluta independencia entre los fiscales nacionales y los fiscales federales es una condición necesaria para el éxito del sistema. Así, la dependencia jerárquica de los fiscales nacionales al ejecutivo nacional suscitará problemas importantes desde el momento en que el Estado nacional será considerado responsable civil subsidiario y que la imputación, en su caso, de miembros del ejecutivo se verá sumamente limitada.

²¹³ Ciertamente, esto plantea, al menos, dos problemas: primero, presupuestario, toda vez que la UE debería dotar más medios económicos a la fiscalía europea para que pudiera tener un número de efectivos suficiente [*vid.* en un sentido similar WHITE, Simone / DORN, Nicholas, «Towards a Decentralized European Public Prosecutor's Office?», *Amicus Curiae* 89 (2012), p. 7]; segundo, lingüístico, puesto que la intervención ante los órganos judiciales nacionales implica un conocimiento idiomático que, en el crisol de lenguas europeas, no resulta en modo alguno fácil de adquirir. No obstante, los beneficios derivados de una fiscalía europea absolutamente independiente exceden, en nuestra opinión, de los costes que los problemas antecitados comportan. En este sentido, resultaría preferible un modelo centralizado que el modelo integrado finalmente propuesto [*vid.* sobre ambos modelos LIGETI, Katalin / SIMONATO, Michele, «The European Public Prosecutor's Office: Towards a Truly European Prosecution Service?», en *New Journal of European Criminal Law Review* 4 (2013), pp. 14 ss.]. En cualquier caso, puede aventurarse que, si bien en sus inicios, la Fiscalía europea se desarrolle bajo el modelo integrado, los importantes déficits que mostrará, obligará a reconfigurar dicha institución en un futuro no muy lejano.

En cuarto lugar, existe un riesgo evidente de *forum shopping*, ya denunciado en varios estudios anteriores a la presentación de la propuesta referida²¹⁴. Así, se podría buscar por parte del Fiscal Europeo la jurisdicción más permisiva respecto de «fraudes financieros»²¹⁵. Ciertamente, la Directiva de protección penal de los intereses financieros tendrá un efecto armonizador que, en cierta medida, paliará los posibles efectos perniciosos de la desigualdad legislativa en los diversos EE.MM. Pero no sólo la flexibilidad que permite la transposición de directivas, sino la regulación procesal –no contenida en el Reglamento– divergente a nivel europeo, permitirá al Fiscal Europeo maniobrar a su conveniencia para ubicar el procedimiento en la jurisdicción más favorable.

En quinto lugar, la Directiva que contiene los delitos sobre cuya persecución y acusación tendrá competencia exclusiva la Fiscalía Europea constituye una expansión respecto de lo que tradicionalmente se ha venido entendiendo en España como fraude a la Unión Europea –contenido básicamente en el artículo 305 y 306 CP–. Los casos de corrupción activa y pasiva –regulados en el actual art. 427 CP–, así como de malversación –sin regulación en el CP español–²¹⁶, que afecten a los intereses financieros europeos, ya no serán competencia de las autoridades nacionales en sentido estricto, sino de las autoridades europeas²¹⁷. Asimismo, se suscita

²¹⁴ En general, sobre esta problemática, *vid.* recientemente MUÑOZ DE MORALES, Marta, *El legislador penal europeo*, 2012, pp. 404 ss. De manera específica *vid.* ESPINA RAMOS, Jorge Ángel, «Towards a European Public Prosecutor's Office: the Long and Winding Road» en ANDRE KLIP (ed.) *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011, p. 44. En general, el informe [COM(2003) 128 final] que se elaboró como consecuencia del Libro Verde antes referido, ya ponía de manifiesto este déficit en el texto sometido a consideración.

²¹⁵ *Vid.* las reflexiones en un sentido similar por ARMERO VILLALBA, Silva, «El Fiscal Europeo», en MIR, Santiago / CORCOY, Mirentxu (dirs.), *Garantías constitucionales y Derecho penal europeo*, 2012, p. 161.

²¹⁶ Debe notarse que, a diferencia de lo consignado en el Corpus Juris (art. 6), no se exige ningún tipo de interés personal por parte del funcionario a la hora de adoptar la decisión que perjudica los intereses financieros europeos.

²¹⁷ Se ha indicado que la limitación de la competencia del Ministerio Fiscal Europeo exclusivamente a los fraudes europeos suponían una forma de evitar al máximo conflictos de autoridad con los fiscales nacionales [*vid.* CSÚRI, Andrés, «Naming and Shaping. The Changing Structure of Actors Involved in the Protection of EU Finances», *Eucrim* 2 /2012, p. 81]. Sin embargo la inclusión de los delitos relacionados con el fraude, sin duda, se escapan a una delimitación estricta.

un problema importante respecto de los delitos conexos –*ad exemplum* falsedades documentales– que generalmente están presentes en los casos de fraude y que no se encuentran regulados en la Directiva europea.

En sexto lugar, se advierte un importante problema en el ámbito de la revisión judicial (*judicial review*) de las actuaciones de la Fiscalía Europea²¹⁸. Dicha posibilidad está prevista ante las autoridades judiciales nacionales, con una advertencia genérica respecto de la conveniencia (y obligatoriedad en algunos casos) de plantear una cuestión prejudicial europea ex art. 267 TFUE ante el TJUE. Si bien la teoría es que cuando se plantee dicha cuestión ante un órgano frente al cual no cabe recurso ordinario alguno, éste deberá plantear la cuestión al TJUE, la praxis judicial española muestra cómo el planteamiento de las citadas cuestiones es prácticamente inexistente. La fórmula, propuesta por algunos²¹⁹, de creación de un órgano judicial en materia penal adjunto al TJUE por vía del artículo 257 TFUE que fuera competente para llevar a cabo dicha revisión judicial, resulta más idónea para asegurar una interpretación homogénea europea de la función y límites de la Fiscalía Europea. En puridad, siempre existirá la necesidad de que se establezca un Tribunal europeo para que el calificativo de «federal» despliegue todo su efecto²²⁰. Difícilmente los tribunales nacionales van a querer ceder soberanía en lo relativo al enjuiciamiento, si bien el argumento de que en la actualidad no ejercen *de facto* dicha soberanía pudiera justificar que, en el fondo, se está cediendo lo que no se ejerce. En cualquier caso, lo importante a resaltar es que lo sustantivo sin lo procesal no termina de resultar efectivo.

En séptimo lugar, una de las cuestiones nucleares es la referida a las reglas de admisión de la prueba, puesto que el propio artículo 86

²¹⁸ Vid. igualmente ESPINA RAMOS, Jorge Ángel, «Towards a European Public Prosecutor's Office: the Long and Winding Road» en KLIP, André (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011, p. 43.

²¹⁹ Vid. con ulteriores referencias GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos, «Constitución europea y Derecho penal: ¿Hacia un Derecho penal europeo?», en CANCIO MELIÁ (coords.), *Derecho penal y política transnacional*, 2005, pp. 151 ss.

²²⁰ Sobre la combinación de jurisdicción federalizante y, excepcionalmente, discursiva (en materia constitucional), *vid.* extensamente las autorizadas opiniones de Daniel SARMIENTO, *Poder judicial e integración europea. La construcción de un modelo jurisdiccional para la Unión*, 2004.

TFUE incluía en las disposiciones del Reglamento la regulación de esta importante institución procesal²²¹. En vez de regular pormenorizadamente el estándar para la admisión de la prueba, se remite genéricamente a la obligación del tribunal nacional a admitir la prueba propuesta por la Fiscalía Europea a menos que, en opinión de la autoridad nacional, «afecte negativamente a la *fairness* del procedimiento o a los derechos de defensa contenidos en los artículo 47 y 48 de la CEDF». La divergencia de las regulaciones en los diversos EE.MM. respecto de los estándares para introducir pruebas en el procedimiento penal, junto con la resistencia natural de las autoridades nacionales para reconocer las pruebas obtenidas en otros ordenamientos, constituyen uno de los escollos más relevantes para la implementación efectiva de la Fiscalía europea²²². Resultaría en este punto decisivo que se establecieran unas *European Rules of Evidence* siguiendo el modelo de las *Federal Rules of Evidence* estadounidenses²²³. Para ello bastaría con codificar la abundante jurisprudencia del TEDH en materia probatoria.

Como conclusión cabe extraer que debe ser bienvenida la propuesta europea, toda vez que los déficits de protección del los

²²¹ Sobre la posibilidad de crear un verdadero Derecho procesal penal europeo a través de dicho Reglamento basado en el artículo 86 TFUE *vid.* GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos, «Constitución europea y Derecho penal: ¿Hacia un Derecho penal europeo?», en CANCIO MELIÁ (coords.), *Derecho penal y política transnacional*, 2005, pp. 167 ss.; en una línea semejante, de manera más reciente, SATZGER, Helmut, *International and European Criminal Law 2012*, p. 116. Como se advierte en el texto, no obstante, no se ha hecho buen uso de la posibilidad contenida en el tratado de Lisboa. No es extraño, por tanto, que se haya planteado la idoneidad del principio de reconocimiento mutuo como base para establecer la regulación procesal del Ministerio Fiscal europeo [*vid.* LIGETI, Katalin, «The European Public Prosecutor's Office: Which Model?», KLIP, Andre (ed.), *Substantive Criminal Law of the European Union*, 2011, pp. 61 ss., concluyendo que no es realista considerar que el Ministerio Fiscal europeo puede confiar en el principio de reconocimiento mutuo aplicado a cuestiones probatorias].

²²² *Vid.* en un sentido similar LIGETI, Katalin / SIMONATO, Michele, «The European Public Prosecutor's Office: Towards a Truly European Prosecution Service?», en *New Journal of European Criminal Law Review* 4 (2013), pp. 19 ss. haciendo referencia a que la diversidad reguladora también será perjudicial para los derechos del imputado.

²²³ Crítico con la posibilidad de establecer una fiscalía europea si no existe un Código penal procesal europeo ya RADTKE, Henning, «The Proposal to Establish a European Prosecutor», en HUSABO / STRANDBAKKEN, *Harmonization of Criminal Law in Europe*, 2005, p. 113.

intereses financieros europeos se han evidenciado claramente en tiempos recientes. Sin embargo, en la fase de tramitación legislativa europea sería conveniente que se subsanaran los problemas de revisión judicial y admisión de las pruebas apuntadas con anterioridad para asegurar una aplicación homogénea en todo el territorio europeo. En definitiva, tal y como lo ha formulado recientemente Giovanni KESSLER, director de la OLAF, «necesitamos una reacción europea, una respuesta europea; y esa respuesta no es otra que un Fiscal Europeo. Se prevé en el Tratado de Lisboa y la Comisión está trabajando en su consolidación, por lo que espero que el Parlamento europeo dé su visto bueno»²²⁴. Da la impresión, por tanto, que la voluntariedad de las instituciones europeas es clara, sobre todo a la vista de la vinculación que se ha establecido recientemente entre lucha contra la corrupción y protección de los intereses financieros europeos²²⁵. En este contexto, la reacción de los mercados financieros ante un claro movimiento por parte de la UE en esta dirección probablemente sea, como se indicará a continuación, uno de los elementos decisivos para que se dé el paso final.

IX. *Law Enforcement* y la racionalidad de los inversores: algunas lecciones aprendidas del debate de la escuela de *Law & Finance*

Durante años, la conocida Escuela de *Law & Finance* ha estudiado la relación existente entre regulación financiera y racionalidad inversora²²⁶. Realizando un muestreo en 49 países, finalmente concluyeron que existía una relación estadística significativa entre el grado de desarrollo de la regulación legal de un determinado país y su grado de desarrollo financiero²²⁷. En líneas generales, mostraron cómo los países del *Common Law* han tenido un desarrollo financiero mayor (4.3% *per capita*) que los países de *Civil Law* (3.7% *per capita*)²²⁸.

²²⁴ Disponible en <http://www.euractiv.com/justice/olaf-chief-pleads-european-publi-news-516487>

²²⁵ Como indicó el Director de la OLAF, «si la UE no es capaz de abordar eficientemente la lucha contra la corrupción, peligra la propia existencia de la UE»: <http://www.euractiv.com/justice/olaf-chief-pleads-european-publi-news-516487>.

²²⁶ Vid. entre muchos LA PORTA, Rafael / LOPEZ-DE-SILANES, Florencio / Andrei SHLEIFER / VISHNY, Robert W., «Law and Finance», *J. Pol. Econ.* 106 (1998), pp. 1113 ss.

²²⁷ LA PORTA *et al.*, *J. Pol. Econ.* 106 (1998), pp. 1151.

²²⁸ LA PORTA *et al.*, *J. Pol. Econ.* 106 (1998), pp. 1138 tbl.II.

Los autores concluyen uno de los estudios más conocidos indicando que «las pruebas existentes respecto de la importancia que tiene la regulación legal a la hora de determinar los derechos de los inversores (...), hacen que aquellos países que proporcionan una protección débil a los inversores deben adoptar rápidamente las mejores prácticas legales de mayor protección del sector»²²⁹.

Estos estudios se centran principalmente en la legislación y no tanto en su aplicación y ejecución ordinaria. Según estos autores, una regulación adecuada de la protección que debe dispensarse a los derechos de los inversores favorece un desarrollo rápido y sólido de los mercados financieros. Interpretado en el contexto que se adopta en este trabajo, dichas conclusiones conllevarían que resultara lógico afirmar que la credibilidad financiera europea se podría recuperar rápidamente si las instituciones europeas proporcionaran el marco legal adecuado a tal efecto²³⁰. Pues bien, además de dicha conclusión, resulta notable que los análisis subsiguientes han mostrado que, además de la perspectiva legislativa (*law-in-the-books*), hace falta tener en cuenta –con mayor significación aún– la perspectiva ejecutoria (*law-in-action*). O expresado de otra manera, el elemento más decisivo para asegurar la salud de los mercados financieros –incluido el de la deuda soberana– parece ser el *enforcement*.

Tal y como ha expuesto recientemente el conocido profesor de *Columbia University*, John C. COFFEE²³¹, el elemento que parece ser

²²⁹ LA PORTA *et al.*, «Investor Protection and Corporate Governance», *J. Fin. Econ.* 3, 58 (2000), pp. 20 ss.

²³⁰ JACKSON, Howell E., «Regulatory Intensity in the Regulation of Capital Markets: A Preliminary Comparison of Canadian and U.S. Approaches», *The Task Force To Modernize Securities Legislation in Canada, Canada Steps Up: Research Studies: Strengthening Market Credibility and Integrity*, 2006, pp. 75, 98, disponible en [http://www.tfmsl.ca/docs/V6\(2\)%20Jackson.pdf](http://www.tfmsl.ca/docs/V6(2)%20Jackson.pdf).

²³¹ COFFEE, John C., «Law and The Market: The Impact of Enforcement», *U. Pa. L. Rev.* 156 (2007), pp. 229 ss. El fundamento último del planteamiento de COFFEE es que sólo existe una variable auténtica –la intensidad del *enforcement*– que permite explicar las diferencias entre diversos ordenamientos en lo que se refiere a costes de capital y, por tanto, es la fuerza motora de las decisiones de los inversores. *Vid.* también COFFEE, JR., John C., «The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control», *Yale L.J.* 111 (2001), pp. 8 s. (argumentando que es el nivel de control estatal de la economía más que la naturaleza del sistema jurídico que gobierna a un país el que tiene un impacto más significativo en el desarrollo financiero de un país).

determinante a la hora de tomar la decisión de inversión, es el grado de *enforcement* de dicha regulación legal en una jurisdicción en concreto²³². En este sentido, si las instituciones europeas siguen insistiendo en el modelo de proporcionar únicamente el texto de nuevas regulaciones pero permitiendo que sean los Estados Miembros los que lleven a cabo el *enforcement*, entonces la señal que estarán enviando a los inversores será incorrecta en términos de una recuperación pronta y plena de la confianza. La aprobación de las directivas antecitadas sin la creación simultánea de un Ministerio Fiscal Europeo arroja importantes dudas sobre si finalmente proporcionará la confianza necesaria a los inversores respecto de la protección frente a conductas ilícitas que afectan a los intereses financieros de la UE. En definitiva, se cuestionará si los responsables de dichas conductas serán perseguidos y enjuiciados rápida, eficaz e imparcialmente por las mismas.

Un claro ejemplo de lo que se viene indicando puede encontrarse en los litigios estadounidenses relacionados con los títulos valores «extranjeros a la tercera potencia» [*foreign cubed securities*]²³³: es decir, el emisor es extranjero, el inversor es extranjero y se emiten en un *Exchange* extranjero. Así, ¿por qué los inversores de todas partes del mundo acuden en masa a la jurisdicción estadounidense para interponer sus demandas judiciales por fraude en la adquisición de títulos valores de sus respectivos países aduciendo infracción de las normas estadounidenses (Sección 11^a de la Ley de 1933, y la famosa regla 10(b)-5)? La contestación no se antoja excesivamente compleja. El nivel de *enforcement* que existe en Estados Unidos da una confianza importante a los inversores de que cualquier tipo de defraudación será perseguida rápida y eficazmente por las autoridades estadounidenses. De hecho, es tal la confianza generada por el sistema estadounidense que los innumerables procedimientos abiertos año tras año en EE.UU. por este tipo de litigios han obligado a la Corte Suprema

²³² En muchas ocasiones, la doctrina ha subestimado este rol, pero, en última instancia, tanto los inversores como los no inversores dependen del grado de eficacia de la regulación financiera, toda vez que los costes de un *underenforcement* se hacen notar en el conjunto de la economía.

²³³ *Vid.* la explicación de este tipo de litigación compleja en los EE.UU. que ofrece el artículo CHOI, Stephen J. / SILBERMAN, Linda J., «Transnational Litigation and Global Securities Class Actions», *WIS. L. REV.* (2009), pp. 465, 476.

a reducir el número de litigios mediante una reinterpretación de determinadas disposiciones legales que reducen la competencia de los juzgados estadounidenses²³⁴.

Precisamente el dato empírico de que los inversores se ven claramente atraídos al sistema jurídico que proporciona un nivel más elevado de *enforcement* debería servir de guía a las instituciones europeas que tienen ante sí una difícil decisión en términos de coste político. Si la UE es capaz de proporcionar un sistema unificado de *enforcement* a nivel europeo (y no sólo nacional) respecto de aquellas conductas que perjudican a los intereses financieros europeos –incluyendo el ámbito penal– los inversores volverán a confiar en los mercados financieros de la UE –como confían en los de EE.UU.–²³⁵. Tendrán una confianza renovada en que no existirá, por ejemplo, una connivencia entre reguladores nacionales y entidades financieras nacionales²³⁶. Evitar esta cuestión parece que no sirve a otro fin que al de prolongar una agonía que dura ya demasiado.

Por supuesto, el recurso al Derecho penal es el último recurso –en todo caso: decisivo– para recuperar la confianza de los inversores en los mercados financieros europeos. Con anterioridad a la utilización del mismo, deben reforzarse las potestades sancionatorias de las

²³⁴ Vid. GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, 2013 [en prensa] con ulteriores referencias.

²³⁵ Así lo describe específicamente la referida propuesta de Directiva de sanciones penales para la manipulación de mercado (2011/0297 (COD), p. 7): «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. Esta apreciación proviene del resultado que arrojó el estudio comparativo de impacto (*impact assessment*) llevado a cabo por la comisión europea y que concluía que la legislación penal en este ámbito «tendrá un efecto positivo en la confianza de los inversores y contribuirá de esta manera a la estabilidad financiera de los mercados financieros».

²³⁶ La conexión entre ambas ha sido puesta claramente de manifiesto por algunos autores; *vid.* ESTRELLA, Arturo / SCHICH, Sebastian, «Sovereign and banking debt interconnections through guarantees», *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011, p. 21]; especialmente en países como España, en los que bancos nacionales adquieren la mayor parte de la deuda soberana nacional. Ello provoca una tendencia natural para que el gobierno relaje ciertos estándares respecto de los bancos nacionales.

autoridades reguladoras de los mercados financieros europeos. En concreto, la ESMA debe jugar en este ámbito un papel similar al desempeñado en el mercado estadounidense por la SEC. No obstante, la posibilidad de que se establezca una autoridad regulatoria «fuerte» a nivel europeo, depende de qué competencias –especialmente las sancionadoras– puedan transferirse a la misma.

Pues bien, recientemente se está cuestionando precisamente dicha transferencia a raíz del caso C-270/2012 (*Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte vs. Consejo de la Unión Europea y Parlamento Europeo*). 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 reguladora²³⁷ y la armonización del mercado interior con

²³⁷ 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

medidas que afecten a terceros²³⁸, y, por otro, los poderes específicos de intervención mediante decisiones vinculantes en contra del criterio de las autoridades reguladoras nacionales²³⁹. 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 Estados miembros» con arreglo al artículo 114 TFUE» (apartado 54).

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).

²³⁸ 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).

²³⁹ 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 n° 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 Sistemático («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 n° 236/2012, las medidas adoptadas por la AEVM [ESMA] prevalecerán sobre cualquier medida adoptada previamente por una autoridad nacional competente» (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 más²⁴⁰–.

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 que no resulta necesario seguir avanzando en la línea emprendida. Probablemente el ímpetu 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.

²⁴⁰ Como indica la comunicación del Wissenschaftliche Dienste der Deutschen Bundestag: «Tanto Dinamarca como el Reino Unido ya han indicado que no participarán en el Ministerio Fiscal Europeo» [http://www.bundestag.de/dokumente/analysen/2013/Europaeische_Staatsanwaltschaft.pdf]

X. Conclusión

En unos momentos decisivos, en los que el futuro de la UE está en juego, se ha abierto una ventana de oportunidad para proporcionar a los intereses financieros europeos la protección que merecen y necesitan. Si realmente se quiere evitar que en el futuro se vuelvan a producir los acontecimientos dramáticos que han provocado la crisis de la deuda soberana europea, entonces resulta imprescindible que se institucionalice alguna forma de protección penal centralizada de los intereses financieros europeos; incluyendo disposiciones legales europeas y *enforcement* europeo. Dicho en pocas palabras: una protección «federalizada». La objeción un tanto recurrente de que de esta forma se está sustrayendo soberanía nacional a los Estados Miembros puede ser fácilmente abordada en la actualidad. Si los países europeos están transfiriendo competencias en materias que afectan al núcleo de la soberanía política nacional, permitir a la UE que proteja sus propios intereses financieros parece una concesión un tanto menor.

Los intereses legítimos tanto de los contribuyentes europeos como de los inversores internacionales se encuentran en este momento plenamente alineados con la soberanía europea. Los inversores tendrán la impresión de que sus inversiones son más seguras; los contribuyentes europeos tendrán la sensación de un mayor grado de responsabilidad europea; y la UE podrá proteger sus propios intereses financieros sin tener que confiar en la protección que puedan dispensar las autoridades nacionales. Esta tendencia debería reafirmar el compromiso de la UE por devolver la confianza perdida a los mercados financieros a largo plazo. Desde esta perspectiva, parece una apuesta de segura ganancia.

CRISIS FINANCIERA Y DERECHO PENAL
de CARLOS GÓMEZ-JARA DÍEZ, se terminó de imprimir
en la ciudad de Lima en los talleres de Impresiones Angélica EIRL,
Jr. Huamanga N° 145 (Cercado de Lima), en enero de 2014.