

Presente y futuro del delito de alteración de precios (art. 284 Cp)

Albert Estrada i Cuadras

Universitat Pompeu Fabra

Abstract*

En una economía de libre mercado como la que rige en España, el precio de las cosas y de los servicios objeto de la contratación (ambos entendidos en un sentido amplio) cumple una función crucial en el proceso de asignación y redistribución de los recursos existentes entre los miembros de nuestra sociedad. El Código penal vigente en España protege los sistemas de fijación de los precios a través, entre otros, del delito de alteración de los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia (art. 284 Cp). Las siguientes líneas se dedican al análisis crítico de las conductas típicas penalmente relevantes de acuerdo con el tenor literal vigente de esta figura delictiva. Con la misma perspectiva se examinan la oportunidad y contenido de la reciente propuesta de la Comisión Europea, de 20 de octubre de 2011, de criminalización imperativa y armonizada de determinadas formas de manipulación de precios en el ámbito de los mercados financieros (COM(2011) 654 final).

In a free market economy like the one ruling in Spain, the price of marketable goods and services (both understood in a broad sense) plays a crucial role in the process of distribution and redistribution of the existent resources among members of society. The Spanish Penal code seeks to protect the price-fixing systems of such an economy through -among others- the offence of manipulation of the prices that should be the outcome of free competition (art. 284 Cp). In this paper the author examines with a critical point of view the range of behaviours that can be considered criminally relevant according to the words of art. 284 Cp. By the same token, it is analyzed the recent proposal of the European Commission referring to the criminalization of some forms of market manipulation in the context of financial markets (COM(2011) 654 final, 20th October 2011).

In einer freien, wie der in Spanien gegenwärtigen Marktwirtschaft, spielt der Preis der handelsfähige Güter und Dienstleistungen (beide i.w.S.) eine ausschlaggebende Rolle in dem Prozess der Verteilung bzw. Umverteilung der gegebenen Ressourcen unter den Mitgliedern der Gesellschaft. Das gültige spanische Strafgesetzbuch sieht den Schutz der Systeme der Preisfestlegung u.a. durch den Tatbestand der Marktmanipulation gemäß Art. 284 vor. In dem vorliegenden Beitrag analysiert der Autor aus einer kritischen Perspektive das tatbestandsmäßige Verhalten gemäß Art. 284 des spanischen StGB. Darüber hinaus wird der Vorschlag der Europäischen Kommission erörtert, gewisse Marktmanipulationen in den Finanzmärkten zu kriminalisieren (KOM(2011) 654 endgültige Version: 20 Oktober 2011).

Title: Present and future of the market manipulation offence in the Spanish Penal Code.

Titel: Gegenwart und Zukunft des Spanisches Marktmanipulationsdelikts.

Palabras clave: delito de alteración de precios, manipulación de precios, conducta típica, mercado financiero, política criminal europea.

Keywords: price manipulation offence, market abuse, market manipulation, financial market, European criminal policy.

Schlagwörter: Tatbestand der Marktmanipulation, Manipulation der Preisfestlegung, tatbestandsmäßiges Verhalten, Finanzmarkt, europäische Kriminalpolitik.

* Este trabajo se enmarca en el proyecto de investigación titulado "Nuevos fenómenos regulatorios y responsabilidad penal en la empresa", dirigido por el Prof. Dr. h.c. mult. Jesús-María Silva Sánchez y financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación de España (FFI2008-01738/FISO).

Sumario

- 1. Delito de manipulación de precios (art. 284 Cp)
 - 1.1 Introducción
 - 1.2. Bien jurídico
 - 1.3. Manipulaciones de precios del mercado: art. 284.1 Cp
 - 1.3.1. El precio que habría de resultar de la libre concurrencia de las cosas objeto de la contratación
 - 1.3.2. Conducta típica
 - 1.4. Manipulaciones del mercado financiero: art. 284.2 y .3 Cp
 - 1.4.1. Manipulaciones informativas: art. 284.2 Cp
 - 1.4.2. Manipulaciones operativas: art. 284.3 Cp
 - a) Una operación en particular: las ventas en corto
 - b) Concepto de información privilegiada
 - 2. El proyecto de Directiva de obligación de criminalizar los abusos del mercado financiero
 - 2.1. Introducción
 - 2.2. Detalles de la propuesta de Directiva de criminalización
- Listado de Bibliografía
- Listado de jurisprudencia y otras resoluciones

En una economía de libre mercado como la que rige en España, el precio de las cosas y de los servicios objeto de la contratación cumple una función crucial en los procesos de asignación y redistribución de los recursos entre los miembros de la sociedad. El Código penal vigente protege los sistemas de fijación de los precios a través de tres figuras delictivas: el delito de alteración de precios en concursos y subastas públicas (art. 262 Cp), el delito de detracción de materias primas y productos de primera necesidad (art. 281 Cp) y el delito de manipulación de los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia (art. 284 Cp).

Las siguientes líneas se dedican al estudio de la conducta típica penalmente relevante de la tercera figura. Primero de acuerdo con el tenor literal de las tres modalidades típicas previstas por el vigente art. 284 Cp (1.). Luego, y en relación con las modalidades de manipulación de precios en los mercados de inversión, en virtud de la redacción que la Comisión Europea ha dado a las conductas que pretende que el Parlamento y el Consejo de la UE obliguen a criminalizar a los estados miembros¹ (2.).

1. Delito de manipulación de precios (art. 284 Cp)

1.1 Introducción

El art. 284 Cp regula el denominado delito de alteración o manipulación de precios. No se trata de un delito de incorporación reciente en nuestro ordenamiento jurídico-penal. Sus orígenes se remontan, al menos, al Código penal de 1848, cuyo art. 451 preveía penas de arresto mayor y multa de 100 a 1000 duros para «[l]os que esparciendo falsos rumores ó usando de cualquier otro artificio consiguieren alterar los precios naturales que resultarían de la libre concurrencia en las mercancías, acciones, rentas públicas ó privadas, ó cualesquiera otras cosas que fueren objeto de contratación». El Código penal de 1973 introdujo las modalidades de empleo de violencia, amenaza y engaño (art. 540 Cp73). La esencia de estos antecedentes históricos se conserva en el párrafo primero del actualmente vigente art. 284 Cp. Por el contrario, las modalidades típicas previstas en los otros dos párrafos que integran el art. 284 sí constituyen una novedad, introducida, entre otras, por la reforma del Código penal de 2010. Las conductas en ellos tipificadas se corresponden, salvo por los elementos adicionales del tipo introducidos por el legislador penal español para distinguir el ilícito penal del administrativo, con las conductas que la Directiva 2003/6/CE, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, de 28 de enero de 2003, define como manipulación del mercado *financiero* y cuya subsunción en la modalidad del párrafo primero del art. 284 podría resultar discutible. Se trata, como veremos más adelante, de la tipificación expresa de determinadas formas de alteración de precios en un grupo concreto de mercados: el de los valores e instrumentos financieros.

¹ Véase COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones de información privilegiada y la manipulación del mercado* (COM(2011) 654 final), Bruselas, 20.10.2011.

La introducción de las modalidades típicas de los párrafos segundo y tercero se enmarca en la política de la UE de integración de los mercados financieros (banca, seguros, inversión) mediante su regulación armonizada. Política de integración que, si bien con la crisis financiera estallada en el 2007 ha tomado un especial impulso, se viene gestando desde hace años, siendo particularmente activa desde la Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999, titulada «Aplicación del marco para los mercados financieros: Plan de acción».

Las instituciones de la Unión consideran que el buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en estos mercados son requisitos imprescindibles para el crecimiento económico y la riqueza de los Estados miembros. En la medida en que el *abuso del mercado* – entendido como el uso de información privilegiada y la manipulación del mercado- daña la integridad de los mercados financieros y la confianza del público en los valores y productos derivados, estiman imprescindible la prohibición y sanción de estas conductas, y que tal prohibición y sanción se lleven a cabo de manera armonizada en toda la Unión.

Así, y como viene siendo habitual en las últimas reformas del Código penal, la exposición de motivos de la LO 5/2010 justifica la introducción de estas dos nuevas modalidades típicas en la necesidad de dar cumplimiento a la normativa comunitaria. Sin embargo, conviene señalar que la Directiva 2003/6/CE no obliga, en ningún caso, a recurrir a sanciones penales para alcanzar los objetivos de prevención que impone a los Estados miembros (véase el art. 14), sino tan solo a medidas sancionadoras efectivas, proporcionadas y disuasorias².

Esto podría cambiar, no obstante, si el Parlamento europeo y el Consejo llegaran a aprobar la propuesta de Directiva presentada por la Comisión sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (COM(2011) 654 final, de 20 de noviembre de 2011), en la que se impone a los Estados miembros la obligación de criminalizar la utilización de información privilegiada para adquirir o ceder instrumentos financieros a los que se refiera dicha información, así como determinadas manipulaciones de mercado (ver *infra* 2. El proyecto de Directiva de obligación de criminalizar los abusos del mercado financiero).

1.2. Bien jurídico

En el antiguo Código penal de 1973, los por aquel entonces llamados delitos de “maquinaciones” para alterar el precio de las cosas (arts. 539-541 Cp) se encontraban regulados en el Título XIII del Libro segundo, de los delitos contra la *propiedad*. Aquella ubicación sistemática favoreció que algunos autores interpretaran que el bien jurídico protegido por aquellos delitos tenía que ser, necesariamente, de naturaleza individual, identificándolo en la propiedad o el patrimonio.

Ya en aquella época existía una buena razón para defender otro punto de vista. La estructura típica del antiguo 540 Cp (el antecedente histórico inmediato del actual art. 284 Cp) no hacía

² Véase Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, vor § 20a, nm. 14, también crítico con la sobrerreacción punitiva del legislador alemán en la transposición de esta directiva a su ordenamiento jurídico.

referencia alguna a un eventual perjuicio patrimonial individual, ni en la fundamentación del injusto ni en la medición de la pena, por lo que la afectación a una esfera patrimonial concreta no parecía ser lo penalmente relevante. Con la entrada en vigor del nuevo Código penal de 1995, y con la reforma de 2010, cabe añadir tres argumentos de peso más al acabado de mencionar que, por lo demás, seguirá siendo válido en la medida en que la estructura del tipo se mantiene intacta en la redacción del nuevo art. 284 Cp. En primer lugar, el principal argumento de quienes defendían la propiedad o el patrimonio individual como bien jurídico protegido, el argumento sistemático, cae por completo, pues el legislador penal de 1995 ubica el delito de manipulación de precios continuador del antiguo delito previsto por el art. 540 Cp⁷³ en el Capítulo XI del Título XIII, concretamente en la sección 3ª titulada “De los delitos relativos al mercado y a los consumidores”. En segundo lugar, el nuevo art. 284 incorpora, al final de su redacción, una coetilla en materia de concursos: el delito de manipulación de precios se aplicará sin perjuicio de que sus responsables sean condenados por otros delitos por los mismos hechos; léase, por ejemplo, el delito de estafa que cubriría el desvalor del concreto perjuicio patrimonial causado a una persona individual con la conducta de alteración de precios. En tercer lugar, la reciente reforma del art. 287 Cp, en el que se regulan las condiciones de perseguibilidad de los delitos de la sección 3ª mencionada, operada por la LO 5/2010, de 22 de junio, excluye expresa y únicamente a los delitos de los arts. 284 y 285 del carácter semi-público que atribuye a los demás delitos de la sección 3ª. El delito de manipulación de precios (art. 284 Cp) y el de abuso de información privilegiada (art. 285 Cp) son los únicos en los que no es necesaria la denuncia de la persona agraviada como regla general, configurándose, por tanto, como delitos plenamente *públicos*.

Por todas estas razones, actualmente la doctrina considera de forma mayoritaria que el bien jurídico protegido por este delito es un bien de carácter supraindividual, colectivo: el *mercado*. El término puede utilizarse en dos sentidos distintos, aunque directamente relacionados. En primer lugar, como «un sistema de organizar la propiedad de los medios de producción y el intercambio de bienes o servicios, dentro del cual las decisiones (*políticas*) que deben asegurar la cobertura de las necesidades de la población, procurando de paso una respuesta efectiva a esa y otras muchas interrogantes (*económicas*) fundamentales –en particular, *qué se ahorra, qué se invierte, qué se consume y, sobre todo, en beneficio de quién se promueve la correspondiente actuación-* se adoptan en régimen de libertad por los propios operadores privados del sector, en principio sin injerencia externa de ningún tipo». En segundo lugar, como el mecanismo de «formación de precios de equilibrio merced a la libre confrontación entre la oferta y la demanda de una cosa cualquiera»³. En una economía de mercado como la que establece la Constitución española de 1978 (art. 38), el mercado, entendido en su primera acepción, se considera el sistema más justo y más eficiente de tomar las decisiones políticas y económicas que en la primera definición se mencionaban. En este contexto, la provocación de disfuncionalidades en el funcionamiento del mercado entendido en su segunda acepción, como instrumento de formación de precios, perjudica los intereses generales al provocar que las decisiones políticas y económicas que el mercado toma con su funcionamiento ya no sean las más justas ni las más eficientes.

³ SÁNCHEZ ANDRÉS, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 2008, p. 30.

En todo caso, en la medida en que el modelo económico previsto por la Constitución de 1978 - mejor o peor implementado por los actores económicos de nuestra sociedad- no es uno de mercado puro o en sentido estricto, sino más bien mixto, con margen para el intervencionismo o planificación económica por parte de la Administración pública⁴, conviene ser algo más precisos en la determinación del bien jurídico considerado protegido por este delito. En palabras de BAJO FERNÁNDEZ que han hecho fortuna entre la doctrina, el bien jurídico protegido por este delito se debe identificar en «las normas sobre fijación de precios que expresan una determinada política económica y de precios de la Administración pública»⁵.

En esta línea, aunque de forma menos precisa, se sitúa el Tribunal Supremo en una de las pocas sentencias recientes en las que ha abordado la aplicación de este delito. En palabras de la Sala segunda, el bien jurídico protegido por el art. 284 Cp «no es el patrimonio particular de una persona en concreto sino la libre formación de los precios según las Leyes del mercado» (STS de 11 de mayo de 2004, p. Saavedra Ruiz (nº rec. 447/2003))⁶.

Ciertamente, formular la determinación del bien jurídico protegido por este delito en los términos acabados de reproducir evoca a una concepción formalista del injusto, como si para su realización bastara con la mera infracción de la norma -o normas- de fijación de precios. Para evitar una tal configuración cabe exigir, como así han hecho algunos autores⁷, que la conducta de manipulación sea, en todo caso, idónea para alterar el precio de un producto, servicio o instrumento financiero en el mercado considerado relevante. Y ello incluso admitiendo, como más adelante tendremos ocasión de comentar, que estamos ante un delito de peligro abstracto. Así es posible muscular el injusto y rendir el debido respeto al principio de lesividad, que debería informar nuestro Derecho penal no solo de forma nominal o declarativa, sino también material⁸.

1.3. Manipulaciones de precios del mercado: art. 284.1 Cp

⁴ SÁNCHEZ ANDRÉS, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 2008, pp. 34-52.

⁵ BAJO FERNÁNDEZ, *Derecho penal económico aplicado a la actividad empresarial*, 1978, p. 311 y ss. Le siguen, SUÁREZ GONZÁLEZ, «Difusión de noticias falsas, empleo de violencia, amenaza o engaño, o utilización de información privilegiada para alterar los precios del mercado», en DEL ROSAL BLASCO (dir.), *Delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores*, 1997, p. 19; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, «El delito de maquinaciones para alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia (art. 284)», en RUIZ RODRÍGUEZ (ed.), *Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores. Actas del II Seminario Internacional de Derecho Penal Económico*, 2002, p. 92; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, pp. 188-190.

⁶ En términos análogos, véase la SAP Madrid de 21 de febrero de 2001, p. Martínez Lázaro (nº PA 9/1996; ARP\2001\389): «precios naturales de la libre concurrencia».

⁷ GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, «Sobre la figura del delito de maquinaciones para alterar los precios (naturales) de las cosas», *Cuadernos de Política Criminal* (14), 1981, p. 228 y s.; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en RUIZ RODRÍGUEZ (ed.), *Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores*, 2002, p. 101 y s.

⁸ En relación con la constitucionalidad del delito de tenencia ilícita de armas (art. 563 Cp), véase la STC 24/2004, de 24 de febrero, p. Pérez Vera: «Si así fuera, el recurso a la sanción penal resultaría desproporcionado, en primer lugar, frente a todas aquellas conductas que, constituyendo tenencia de armas prohibidas por estar incluidas en tal concepto en la normativa administrativa, carecieran de potencialidad lesiva para la seguridad ciudadana, pues la imposición de sanciones penales sólo puede considerarse proporcionada y constitucionalmente legítima, si resulta necesaria para proteger bienes jurídicos esenciales frente a conductas lesivas o peligrosas para los mismos (principio de lesividad o exigencia de antijuridicidad material)». En la doctrina, por todos, SILVA SÁNCHEZ, *Aproximación al Derecho penal contemporáneo*, 2ª ed., 2010, pp. 620-630; MIR PUIG, *Derecho penal. Parte general*, 9ª ed., 2011, 6/9 y ss.; ROXIN, *Derecho penal. Parte general*, t.I, (traducción de la 2ª ed. alemana de 1994) 1997, §§ 2 y 14 nm. 4-14.

El primer párrafo del art. 284 Cp ordena castigar con una pena de 6 meses a 2 años o multa de 12 a 24 meses a quienes, mediante el empleo de *violencia, amenaza o engaño*, intentaren alterar los precios que hubieren de resultar de la libre concurrencia de los bienes, servicios o instrumentos financieros objeto de contratación.

1.3.1. El precio que habría de resultar de la libre concurrencia de las cosas objeto de la contratación

Existen diferentes tipos de precios en función de la forma en la que son fijados. Por un lado, los llamados *precios libres* que, sin perjuicio de las imperfecciones propias de una economía de mercado de un Estado social como es la nuestra, son los que resultan del libre juego de la oferta y la demanda. En segundo lugar, los precios intervenidos por la Administración pública, entre los cuales cabe distinguir, por un lado, los *precios autorizados*, que son aquellos cuya fijación viene determinada por los organismos públicos competentes, estatales o autonómicos (agua, gas, electricidad, carburantes; véanse anexos 1 y 2 Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica) y, por otro lado, los *precios bajo control* de la Administración, cuya fijación viene determinada por los oferentes de los correspondientes bienes, productos o servicios, sin perjuicio de que la Administración exija su previa comunicación y los controle o intervenga cuando lo estime necesario (véase art. 13 Ley 7/1996, de 15 de enero, de ordenación del comercio minorista).

Fiel al tenor literal del art. 284.1 la doctrina mayoritaria ha entendido que el ámbito de aplicación de este delito solo abarca los precios libres, pues el legislador habría sido explícito en este sentido al hablar de los precios «que hubieren de resultar de la *libre concurrencia* de productos, mercancías...» (cursiva añadida). Quedarían fuera, por tanto, la violencia, la amenaza o el engaño empleados para alterar los precios de los bienes o servicios que, por considerarse de los más elementales para los miembros de la sociedad, se someten a intervención pública. Se produce, de este modo, una laguna de punibilidad difícil de comprender desde una perspectiva político-criminal, que solo cabe aminorar interpretando de forma amplia los términos «libre concurrencia»⁹. De hecho, ni respecto de los precios considerados «libres» puede hablarse, en puridad, de precios libres, pues lo habitual es que el mercado no opere en condiciones de competencia perfecta. Por ello, el tipo debería ser aplicable a todas aquellas alteraciones de precios que se producen respecto del margen de modificación de dicho precio que sí está expuesto a la libre “conurrencia”, incluso cuando el precio, desde una perspectiva formal, se considere un precio autorizado. Así, por ejemplo, una bajada de precios autorizados por parte de algunos oferentes bajo coacción podría considerarse penalmente relevante cuando la Administración, respecto de dichos bienes o servicios, solamente controle los precios máximos, pero no los mínimos. Adviértase que tanto las subidas como las bajadas de precios son penalmente típicas (véase *infra* 1.3.2).

⁹ GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, CPC (14), 1981, p. 231 y s.

En este sentido, véase el Auto del TS de 6 de junio de 2013, p. Maza Martín (nº rec. 20253/2013), en el que, en el marco de una cuestión de competencia, se plantea la posibilidad de que los imputados hayan incurrido en la conducta de manipulación de precios respecto de los hidrocarburos que comercializaban (precios autorizados), pues los comercializaban a un precio sensiblemente menor que el de sus competidores, supuestamente gracias a una estrategia fiscal constitutiva de delito contra la hacienda pública.

Los precios pueden hacer referencia a cualquier bien o servicio objeto de la contratación. Para la integración del concepto de «bien» pueden resultar de ayuda los arts. 333-347 Cc. En este sentido conviene hacer notar, por ejemplo, que de acuerdo con el art. 336 Cc las rentas o pensiones pueden considerarse, bajo determinadas condiciones, un bien mueble, así como los contratos sobre servicios públicos. Desde la reforma de 2010 también se incluyen entre los objetos del tipo los instrumentos financieros.

En la STS de 11 de mayo de 2004, p. Saavedra Ruiz (nº rec. 447/2003) se afirma que, a los efectos de esta modalidad delictiva, los *contratos de obra pública* deben ser considerados equivalentes a los *contratos de servicios públicos* mencionados en el art. 336 Cc. El Tribunal condena a los tres acusados por concertarse clandestinamente en un concurso público, aparentando representar tres empresas distintas y competidoras, cuando en realidad se trataba de una sola.

Por lo demás, el tenor literal no restringe el alcance del tipo en función del negocio jurídico subyacente al precio del bien o servicio. Por tanto, es penalmente relevante tanto la alteración de un precio de venta como la de uno de alquiler, entre otros ejemplos.

1.3.2. Conducta típica

Las formas más comunes de atentar contra la libre competencia y, por consiguiente, contra el sistema de fijación de precios propio de nuestro modelo económico son, por un lado, la adopción de *acuerdos colusorios* entre empresas y, por otro, el *abuso de la posición dominante* que una empresa tiene en el mercado. Ambos grupos de conductas se encuentran tipificadas y sancionadas como infracciones administrativas en los arts. 1 y 2, respectivamente, de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la competencia, a cuyas descripciones sobre estas conductas nos remitimos.

Uno de los expedientes sancionadores finalizados recientemente por la Comisión Nacional de la Competencia en materia de *acuerdos colusorios* es el conocido como “coches de alquiler” (Expte. S/0380/11). En su resolución de 30 de julio de 2013, el Consejo de la CNC sancionó a 19 entidades (entre las que se contaban empresas de alquiler de coches sin conductor y algunas de sus asociaciones), con multas que ascendían, globalmente, a más de treinta millones de euros. Las conductas consideradas probadas y sancionadas fueron la creación de un cártel a través del cual fijaron, al menos desde abril de 2009 -desde mayo de 2005 las entidades fundadoras del cártel- hasta octubre de 2011, precios mínimos de venta al público, diferenciando según gama del vehículo y temporada en términos vacacionales (alta, media, baja, Navidades, Semana Santa, etc.). También determinaron la duración de las temporadas y la fecha de aplicación de los precios acordados, pactaron condiciones comerciales homogéneas al mismo precio y, en ocasiones, determinaron los márgenes de los intermediarios. Existió un seguimiento constante del cumplimiento de los acuerdos, nombrándose en abril de 2009 un mediador o garante que se ocupara del seguimiento: el presidente de la Asociación Empresarial de Coches de Alquiler (nm. 179). En la mencionada resolución, el Consejo de la CNC considera mercado relevante de producto el mercado de alquiler de coches sin conductor, cuyo valor global lo estima en unos 1465 millones de euros (nm. 151). No obstante, el Consejo señala que las conductas sancionadas se

enmarcaron, concretamente, en el mercado de alquiler de coches a corto plazo dirigido, fundamentalmente, a las personas que no cuentan con vehículo propio en el destino vacacional o de negocios. En términos geográficos, el mercado considerado relevante es el nacional (nm. 162). Según el Consejo de la CNC, las empresas expedientadas ostentaban, en el año 2010, una cuota de mercado global del 30% en el mercado de coches de alquiler sin conductor en el sector turístico. Sin embargo, en el mercado de alquiler de “bajo coste”, su cuota era superior al 60% (nm. 165).

En materia de *abuso de posición dominante* cabe mencionar la multa de 13,7 millones de euros que la CNC impuso a Abertis Telecom S.A.U. en resolución de 8 de febrero de 2012 (Expte. S/207/09, “Transporte televisión”). La conducta sancionada se enmarca en los mercados de los servicios minoristas de transporte de señales de TDT y en el de servicios mayoristas de acceso a centros de emisión de Abertis para la difusión de señales de TDT. La red nacional de centros de emisión de Abertis es irreplicable, lo que le coloca en situación de monopolio natural, sin perjuicio de que jurídicamente Abertis esté obligada a permitir el acceso a sus redes a otras empresas -a cambio de un precio regulado, naturalmente- para que puedan ofrecer el servicio mayorista. Además, en el momento de los hechos, Abertis estaba presente en los dos mercados arriba mencionados, esto es, estaba integrada verticalmente, lo que según el Consejo de la CNC le confería una posición de dominio tanto en el mercado aguas arriba de servicios mayoristas de acceso a sus centros de emisión para la difusión de señales de TDT en España, como en el mercado aguas abajo de transporte de señales de TDT en España. Pues bien, el abuso consistió en lo que se ha dado en llamar un “estrechamiento de márgenes”, “pinzamiento de márgenes” o *price squeeze*, en inglés. En la citada resolución, el Consejo considera probado que Abertis aplicó unos precios minoristas (en el mercado aguas abajo) tan bajos que sus competidores no podían concurrir eficazmente de forma duradera con ella, ni cuando los competidores fueran tan eficientes como Abertis o como el competidor más eficiente. En línea con la jurisprudencia reciente del TJUE, el Consejo de la CNC entiende que existe un estrechamiento de márgenes cuando la diferencia entre el precio minorista y el coste mayorista del *input* indispensable de la empresa dominante no cubre el resto de los costes de la provisión del servicio minorista, lo que habría ocurrido con los precios aplicados por Abertis.

Para delimitar el ámbito de aplicación del delito de atentado contra los precios que habrían de resultar de la libre competencia respecto de las infracciones administrativas acabadas de mencionar, el legislador penal ha optado, históricamente, por restringir su alcance a los supuestos en los que se empleen medios comisivos especialmente reprobables, como lo son la *violencia*, la *amenaza* o el *engaño*. Esta técnica legislativa no ha estado libre de críticas¹⁰, ciertamente fundadas. No hay duda de que los medios comisivos introducidos como filtro son especialmente reprobables, pero no es menos cierto que se alejan considerablemente de las formas habituales de atentar contra la libre competencia (acuerdos colusorios, abuso de posición dominante), en las que normalmente no se emplean ni la violencia, ni el engaño ni la amenaza, sin que por ello sean, en determinados casos, menos reprobables. De este modo, el tipo no es apto para abarcar, de entre las conductas más graves de manipulación de precios, las más habituales¹¹. Tan solo abarca, por el contrario, los intentos de manipulación más burdos y, a menudo, más ostensibles, lo que en la práctica los convierte en los menos idóneos para conseguir una efectiva afectación de los precios a medio y largo plazo. Así, el tipo se concentra en la forma de criminalidad más primitiva y, como se dice, probablemente más inofensiva, desconociendo la

¹⁰ BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO SAGGESE, *Derecho penal económico*, 2ª ed., 2010, p. 575 nm. 383.

¹¹ En igual sentido, FERNÁNDEZ VICIÉN/PARET PLANAS/VENTURA, «¿Pueden ir a prisión los directivos españoles por la comisión de conductas anticompetitivas llevadas a cabo por su empresa?», *Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia* (218), 2002, pp. 35-51.

más sofisticada, que mediante acuerdos clandestinos o abuso de posiciones privilegiadas sí consigue alterar los precios de manera estable y continuada.

Una de las pocas sentencias de la jurisprudencia española en la que se condena por este delito es la SAP A Coruña, de 12 de febrero de 2002, p. Sánchez Herrero. La Audiencia enjuició la conducta de tres miembros de un grupo de mejilloneros, integrado por unas treinta personas, que impidió la descarga de un camión de una asociación de mejilloneros de otra zona (asociación competidora) en el mercado de mejillón en el que los tres condenados solían comerciar. La descarga se impidió mediante el lanzamiento de piedras contra el vehículo y, después de que su conductor abandonara la cabina, mediante el empuje del camión hacia el mar, sin que finalmente llegara a caer al agua.

Por ello, de *lege ferenda*, parece preferible trazar la frontera entre el injusto penal y el ilícito administrativo no tanto con base en la bastedad de los medios comisivos, como históricamente ha venido haciendo el legislador español (violencia, amenaza o engaño), sino en resultados especialmente reprobables que sirvan de prueba del grado de sofisticación y maquinación alcanzado en el recurso a los medios más habituales y demostradamente más peligrosos en la actividad competitiva empresarial: el acuerdo colusorio y el abuso de posición dominante. Así, pueden considerarse resultados especialmente reprobables objetivadores de dicho grado de sofisticación y maquinación: la exclusión de uno o varios competidores del mercado, la desestabilización –en términos de cuota de mercado; financiera; etc.- significativa de uno o varios competidores del mercado, el impedimento del acceso a productos o servicios de primera necesidad a determinados sectores de la población (los más humildes, p.e.), o a productos o servicios que, no siendo de primera necesidad, sí reportan una importante utilidad a sus consumidores o usuarios (internet, productos electrónicos, acceso al crédito, etc.), o, en fin, la desestabilización de determinados sectores del mercado que puedan resultar fundamentales para el buen funcionamiento de la economía (sector financiero, p.e.).

En ocasiones, la rudeza de los medios comisivos también puede ser un importante criterio de relevancia penal: una forma especialmente reprobable de maquinar contra la formación de los precios por el mercado es la creación o el afianzamiento de cárteles a través de la *amenaza* a sus (potenciales) miembros. La amenaza de someterles a precios predatorios (conducta antijurídica), o la amenaza de denunciar determinadas irregularidades cometidas por el amenazado (violaciones de normativa tributaria, medioambiental, de propiedad intelectual o industrial, etc.). En cualquier caso, el desvalor de estas conductas podría convenirse en que ya queda suficientemente cubierto por los delitos de amenazas (arts. 169-171 Cp). En efecto, el bien jurídico protegido por el delito de manipulación de precios no es, como hemos dicho, ni el patrimonio de los individuos eventualmente afectados por las manipulaciones, ni mucho menos la libertad o integridad física de las personas, lo que explica la coletilla del 284.1 Cp: «sin perjuicio de la pena que pudiere corresponderles por otros delitos cometidos».

Ciertamente cabría plantear las cosas completamente a la inversa y abogar por la destipificación del delito de manipulación de precios. En Alemania, por ejemplo, y en buena parte de los países de la UE, no son constitutivos de delito los acuerdos colusorios ni los abusos de posición dominante. Sin embargo, no creo que esta opción sea coherente con la tendencia político-criminal

de los países de nuestro entorno jurídico-cultural, ni resulte en todo caso aceptable. No es coherente con la tendencia político-criminal indicada porque las reformas recientes y las proyectadas en relación con este delito tienden más bien a ampliar su ámbito de aplicación, en particular en relación con los mercados de inversión, y no sólo en España, sino a nivel de toda la UE (ver *infra* 1.4 y 2.). Y tampoco parece la opción político-criminalmente más indicada si consideramos la incuestionable relevancia penal del bien jurídico protegido (las normas sobre fijación de precios –entre ellas las propias de la economía de libre mercado– que expresan la política económica y de precios de la Administración pública), al menos en sociedades como la española, en las que se le han encomendado decisiones políticas y económicas fundamentales (ver *supra* 1.2). En este sentido, téngase en cuenta que en países como los EUA o el Reino Unido, justamente algunos de los que más han confiado en el mercado como instrumento rector de sus economías, han criminalizado los acuerdos colusorios y algunas formas de abuso de posición dominante. En los EUA son constitutivos de delito, por ejemplo, los acuerdos colusorios (*Sherman Antitrust Act* § 1, 15 U.S.C. § 1), los intentos de monopolizar el mercado (*Sherman Antitrust Act* § 2, 15 U.S.C. § 2) y la discriminación en precios, servicios o instalaciones (*Clyton Act* § 2, 15 U.S.C. § 13). En el Reino Unido lo son los acuerdos colusorios y las manipulaciones de licitaciones (*bid-rigging*)¹².

En cualquier caso, la escasa aplicación de esta modalidad delictiva, históricamente denunciada por la doctrina¹³, no se debe únicamente a su redacción típica. Prueba de ello es que durante la vigencia del Código penal de 1973, entre los medios comisivos arriba mencionados se añadía una cláusula abierta que permitía castigar los intentos de alteración de precios «usando de cualquier otra maquinación». Sin embargo, tampoco durante aquel periodo el grado de aplicación de este delito fue sustancialmente superior al actual. Si ello fue debido a la interpretación restrictiva que de aquella cláusula hizo el Tribunal Supremo¹⁴ o, más bien, a una falta de persecución de este tipo de criminalidad, o a ambas cosas a la vez, o a otros factores, es algo que se escapa del objeto de este trabajo. De todas formas, tampoco debería considerarse un fracaso del Derecho penal el bajo grado de aplicación de este delito, pues ello bien podría explicarse por una intervención efectiva y eficiente del Derecho administrativo sancionador en este ámbito. En tal caso, lo único que cabría reprochar a la actual redacción del art. 284.1 Cp es que no está preparada para hacer frente a los ataques más habituales, de entre los más graves, al bien jurídico que la norma pretende proteger.

Adviértase que la Ley 15/2007, de defensa de la competencia, considera sujetos infractores sancionables tanto a las personas jurídicas que intervengan en los actos tipificados como infracciones, como a las personas físicas que las representen legalmente, o que integren sus órganos directivos (art. 61). Se prevén multas de hasta 60.000 euros para estas personas físicas (art. 63). Además, hay que tener en cuenta la posible responsabilidad civil de los administradores de estas sociedades por una gestión irregular de la misma, ya sea por conducir las a incurrir en actividades ilícitas, ya sea por no evitarlo (art. 236.1 RDLeg. 1/2010, de 2 de julio, por el que se

¹² Véase la *Section 188* de la *Enterprise Act* de 2002.

¹³ SUÁREZ GONZÁLEZ, en DEL ROSAL BLASCO (dir.), *Delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores*, 1997, p. 15.

¹⁴ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en RUIZ RODRÍGUEZ (ed.), *Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores*, 2002, p. 97, citando como ejemplo la STS de 23 de enero de 1978. Por el contrario, sin embargo, véase la concepción amplia de aquella cláusula en la STS de 2 de octubre de 1979, p. García Miguel.

aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital). De hecho, incluso se podría plantear la comisión por parte de estas personas físicas de un delito de administración desleal (art. 295 Cp) por dicha gestión, contando como perjuicio a estos efectos tanto las sanciones y/o responsabilidades civiles impuestas a la sociedad por estas actividades, como los costes reputacionales¹⁵.

El tipo describe conductas claramente activas. Por ello, la doctrina mayoritaria considera que quedan fuera de su ámbito de aplicación los comportamientos de aquellos que simplemente omiten evitar una manipulación de precios llevada a cabo por un tercero (omisión pura)¹⁶. A menos, claro está, de que el omitente ocupara una posición de garante y se cumplieran el resto de condiciones para imputarle el resultado, o la tentativa de lesión, en comisión por omisión (art. 11 Cp).

Son penalmente relevantes las alteraciones del precio tanto al *alza* como a la *baja*. Ello se deriva de que el bien jurídico protegido no es el patrimonio de los particulares competidores, o el de los concretos consumidores, sino *las normas de fijación de precios del vigente modelo económico*, que pretenden proteger anticipadamente los intereses patrimoniales de unos y otros. El bien jurídico protegido, pues, resulta afectado tanto si dichas normas se infringen forzando los precios a la baja como si se infringen forzándolos al alza. Nótese, en este sentido, que las ventas a pérdida (*dumping*) constituyen un ilícito concurrencial expresamente tipificado en la Ley 3/1991, de 10 de agosto, de competencia desleal (art. 17).

En cualquier caso, no es necesario que la conducta produzca la efectiva alteración del *precio de mercado* de un determinado producto, servicio o instrumento financiero. Basta con haberlo *intentado*. Eso sí, para ser penalmente relevante la conducta debe ser idónea, esto es, capaz de alterar el precio de mercado del correspondiente objeto de la acción. Por ello, se exige que la manipulación tenga un alcance general (STS de 11 de noviembre de 1983, p. Rodríguez López: «especulación de largo alcance»), mientras que las manipulaciones que tan solo afectan el precio de un producto, servicio o instrumento financiero en un concreto acto de contratación, se consideran atípicas¹⁷. Por lo demás, en la medida en que la estructura del tipo es la de una tentativa expresamente tipificada, resulta político-criminalmente indeseable (principio de intervención mínima) castigar la comisión imperfecta de este delito, que no tendría otra estructura que la de la tentativa de una tentativa (véase la STS de 26 de abril de 1997, p. Martín Canivell (nº rec. 3251/1995))¹⁸.

¹⁵ En esta línea, al menos en relación con el delito de administración desleal actualmente proyectado (art. 252 PCP), véanse PASTOR MUÑOZ/COCA VILA, *El nuevo delito de administración desleal*, Atelier, en prensa, capítulo 19: “¿Administración desleal mediante la comisión de delitos?”. De otra opinión, en relación con el vigente delito del art. 295 Cp, GILI PASCUAL, «Pago de comisiones en el ámbito de los negocios y *kick-backs*: entre la administración desleal, la apropiación indebida y la corrupción privada», *CPC* (109), 2013, p. 83 y ss. En Alemania, en el mismo sentido del texto, pero en relación con el delito de administración desleal alemán, más parecido al delito proyectado en el art. 252 PCP que al previsto en el actual art. 295 Cp, BURGER, *Untreue (§ 266 StGB) durch das Auslösen von Sanktionen zu Lasten von Unternehmen*, 2007, *passim*, con referencias jurisprudenciales.

¹⁶ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, 4ª ed., 2013, p. 342.

¹⁷ GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, *CPC* (14), 1981, p. 230; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en RUIZ RODRÍGUEZ (ed.), *Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores*, 2002, p. 102.

¹⁸ Así, GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, *CPC* (14), 1981, p. 238. La considera conceptualmente posible, aunque quizá político-criminalmente indeseable MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en RUIZ RODRÍGUEZ (ed.), *Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores*, 2002, p.105.

Cuando se habla de precio de mercado está implícita la idea de que existe un determinado *mercado relevante*. El concepto de mercado relevante es una herramienta básica en la aplicación del Derecho de la competencia, intensamente trabajado por la doctrina y jurisprudencia jurídico-privadas y cuyos avances convendría importar al estudio y aplicación de los delitos relativos al mercado¹⁹. Se distinguen tres dimensiones en la determinación del mercado relevante: la de los productos o servicios que incluye, la relativa al área geográfica en la que se despliega y la temporal. La Comunicación de la Comisión de 9 de diciembre de 1997, relativa a la definición de mercado de referencia a efectos de la normativa comunitaria en materia de competencia, define el mercado relevante de *producto* como «la totalidad de los productos y servicios que los consumidores consideren intercambiables o sustituibles en razón de sus características, su precio o el uso que se prevea hacer de ellos». Al mercado *geográfico* relevante lo define como «la zona en la que las empresas afectadas desarrollan actividades de suministro de los productos y de prestación de los servicios de referencia, en la que las condiciones de competencia son suficientemente homogéneas y que puede distinguirse de otras zonas geográficas próximas debido, en particular, a que las condiciones de competencia en ella prevalecientes son sensiblemente distintas a aquéllas». La Comunicación de la Comisión, al igual que otros organismos análogos en el plano internacional: *U.S. Department of Justice & Federal Trade Commission*²⁰, *Office of Fair Trade* (Reino Unido)²¹, no aborda la dimensión *temporal* del concepto de mercado relevante, aunque la doctrina advierte que en determinados casos puede ser un aspecto decisivo en la evaluación de la afectación a la competencia. Ejemplos: mercados estacionales o de corta duración, como por ejemplo los de entradas de cine u otros espectáculos²².

Como se habrá advertido, la determinación del mercado relevante no es cuestión sencilla y las consecuencias de una aproximación restrictiva o extensiva al respecto son notables, pues en función de la dimensión del mercado considerado como relevante puede cambiar por completo la capacidad de afectación de la competencia de una misma conducta. De ahí que, como se ha dicho, los criterios desarrollados en el ámbito jurídico-privado para la integración de este concepto puedan ser de gran ayuda para intérpretes y aplicadores penales. En esta línea, la mención a la dimensión del mercado plantea la cuestión de si la afectación a la competencia (formación de los precios en condiciones de competencia) en cualquier mercado, sea de la dimensión que sea, es penalmente relevante. Parece evidente que habría que fijar límites mínimos de relevancia penal, sino con base en criterios geográficos (solo mercados de alcance estatal o autonómico, p.e.), sí con base en el volumen de negociación.

El hecho de que el art. 284.1 tipifique, al igual que el antiguo art. 540 Cp73, una tentativa de alteración de los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia, ha propiciado que históricamente la doctrina y jurisprudencia mayoritarias entiendan que para la realización de esta

¹⁹ Por todos véanse LINDSAY/SCOLA, «Market Definition», en ROTH/ROSE (ed.), *European Community Law of Competition* (Bellamy & Child), 6ª ed., 2008, pp. 239-301.

²⁰ *Horizontal Merger Guidelines*, de 19 de agosto de 2010, p. 7 y ss.

²¹ *Market definition. Understanding Competition Law*, diciembre de 2004, p. 3 y ss.

²² LINDSAY/SCOLA, en ROTH/ROSE (ed.), *European Community Law of Competition* (Bellamy & Child), 6ª ed., 2008, p. 293.

modalidad delictiva sea preciso que la conducta persiga, como finalidad principal, la alteración de los precios (el AJCI de 30 de agosto de 2011, p. Moreno Chamarro (nº rec. 46/2011), FJ 5º, exige un *elemento subjetivo especial*)²³. Sin embargo, tal exigencia no encuentra fundamento en el tenor literal de este precepto. En tanto delito de consumación anticipada que es (tentativa tipificada), debe bastar, por el contrario, con que el conocimiento del autor abarque los medios comisivos y la alteración de los precios (dolo)²⁴. Si el fin último perseguido es, efectivamente, la alteración de los precios o bien otro (fines políticos, p.e.) es irrelevante a los efectos de la tipicidad de la conducta.

Las penas previstas por este delito se impondrán a sus responsables «sin perjuicio de la pena que pudiere corresponderles por otros delitos cometidos» en la realización del hecho. La cláusula tiene sentido respecto de los bienes jurídicos afectados con la violencia, la amenaza o el engaño, diferentes al considerado protegido por el art. 284.1 Cp. En estos casos se aplicarán, conforme a su tenor literal, las reglas del concurso real, ideal o medial de delitos, según los casos. Más problemática resulta, no obstante, su aplicación en relación con el delito de abuso de información privilegiada (art. 285 Cp), con el que algunos autores sostienen que concurriría un concurso aparente de leyes en caso de que los hechos fueran subsumibles en ambos delitos²⁵.

1.4. Manipulaciones del mercado financiero: art. 284.2 y .3 Cp

Desde que en mayo de 1999 la Comisión Europea presentara su Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF; COM(1999) 232 final), la Dirección General de Mercado Interior y Servicios (*DG Markt*) ha trabajado activamente en la integración normativa de los mercados financieros de los Estados miembros de la UE. Con la erupción de la crisis financiera global a finales del 2007, la producción normativa se ha visto notablemente intensificada y se ha acompañado de la creación de instituciones que deberían velar por el cumplimiento efectivo de esta nueva normativa. Así, por ejemplo, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) o la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM).

La existencia de un mercado único de servicios financieros se considera crucial para el crecimiento económico y la creación de empleo en la Unión²⁶. Pero, como cualquier otro mercado financiero, para que funcione correctamente es imprescindible que goce de la confianza de los inversores (el ahorro) y emisores (la inversión). Los abusos del mercado financiero, noción bajo la que se engloban el uso de información privilegiada y la manipulación del mercado financiero, se

²³ BRAGE CENDÁN, *Los delitos de alteración de precios*, 2001, p. 235 y ss.

²⁴ SUÁREZ GONZÁLEZ, en DEL ROSAL BLASCO (dir.), *Delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores*, 1997, pp. 26-27; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en RUIZ RODRÍGUEZ (ed.), *Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores*, 2002, p. 103.

²⁵ A favor del concurso de delitos, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en RUIZ RODRÍGUEZ (ed.), *Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores*, 2002, p. 109. A favor del concurso aparente de leyes, véanse MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, pp. 198-200; SUÁREZ GONZÁLEZ, «Art. 285 Cp», en RODRÍGUEZ MOURULLO (dir.), *Comentarios al Código penal*, 1997, p. 825.

²⁶ Véase considerando 1 de la Directiva 2003/6/CE, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (DO L 96 de 12.4.2003, p. 16).

tienen por prácticas especialmente dañinas de esa confianza²⁷. Las consecuencias de una falta de confianza de los inversores en los mercados financieros son, lamentablemente, por todos conocidas. Sin confianza los mercados financieros son incapaces de atraer capital -o todo el capital que podrían atraer- de modo que no pueden cumplir con su principal función y razón de ser: la aplicación del ahorro a la inversión. Sin financiación, los proyectos empresariales difícilmente pueden llegar a ser algo más que simples proyectos, al tiempo que la Administración pública ve limitada su capacidad de contratación y amputadas sus capacidades de reactivación de la economía real. Sin actividad económica, pública y/o privada, el índice de paro se dispara. Todo ello, naturalmente, acaba afectando a las cuentas públicas, con menos (o sin) recursos para prestaciones públicas características de lo que se entiende por Estado social, poniéndose así en peligro el propio modelo de Estado. No me corresponde a mí, ni es preciso para el objeto de este trabajo, determinar si los daños a la confianza de inversores y emisores que causarían los abusos de mercado pueden dar lugar a tan graves consecuencias. Considérense, en todo caso, las provocadas por la escalada de la prima de riesgo de la deuda pública española durante los dos primeros cuatrimestres de 2012 que, en un ejercicio de imaginación, bien podría haber sido provocada por la difusión de informaciones total o parcialmente falsas en los mercados²⁸. Sea como fuere, lo que sí resulta indudable es que, como ZUNZUNEGUI PASTOR ha puesto de manifiesto, las conductas de abuso de mercado «hacen peligrar o lesionan la función pública de la información en cuanto criterio de *justa distribución* del riesgo negocial en el mercado de valores» (cursiva añadida)²⁹.

Se distinguen tres tipos de manipulación del mercado financiero³⁰: la *manipulación informativa* (*information based*), la *manipulación operativa* (*trade based*) y la *manipulación de hecho* (*action based*)³¹. En la primera se altera el precio de cotización a través de la difusión en el mercado de información falsa. En la segunda se altera mediante actos de negociación, ficticios o reales. En la tercera se recurre a acciones que afectan de manera efectiva el valor intrínseco del instrumento o la actividad de su emisor. Así, por ejemplo, se adulteran los productos de una empresa química en perjuicio de sus clientes para que el valor de sus acciones caiga cuando se descubran las deficiencias, al tiempo que el manipulador adopta una posición corta respecto de la acción de la empresa química para beneficiarse de la caída.

²⁷ Véase considerando 2 de la Directiva 2003/6/CE.

²⁸ Recuérdense las declaraciones de la canciller Angela Merkel en junio de 2010 compiliando a la prensa y demás actores de los medios de comunicación a no fomentar los rumores y especulaciones sobre la petición de un rescate financiero a la UE por parte de España: véase CincoDías, «Merkel dice que no hay que fomentar rumores y especulaciones sobre España», 14 de junio de 2010, en http://cincodias.com/cincodias/2010/06/14/economia/1276651430_850215.html (última visita 27.9.2013) . Véase también, el mismo día en el mismo diario, «Bruselas acusa a la prensa alemana de ser el origen de los rumores sobre el rescate de España», en http://cincodias.com/cincodias/2010/06/14/economia/1276651416_850215.html (última visita 27.9.2013).

²⁹ *Derecho del mercado financiero*, 3ª ed., 2005, p. 483.

³⁰ Entendido en sentido estricto. En sentido amplio, se distinguen tres grandes mercados integrantes del sistema financiero: el mercado bancario, el de inversión y el de seguros. El mercado de inversión (o de valores negociables, en la terminología tradicional) se correspondería con el mercado financiero entendido en sentido estricto.

³¹ Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, vor § 20a, nm. 32 y ss.

Para hacer frente a los abusos del mercado financiero de forma armonizada, el Parlamento Europeo y el Consejo aprobaron el 28 de enero de 2003 la Directiva 2003/6/CE, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). Con ella obligan a los Estados miembros a que, con medidas efectivas, proporcionadas y disuasorias (art. 14), prohíban a cualquier persona realizar operaciones con información privilegiada (*insider dealing*: arts. 2, 3 y 4) o efectuar prácticas de manipulación del mercado (art. 5).

Según la Comisión europea, los beneficios derivados del abuso de mercado (*insider trading* y manipulación del mercado) en los mercados de valores de la UE durante el año 2010, beneficios que equivaldrían a las pérdidas (o beneficios dejados de obtener) soportadas por los inversores que ocupan la posición contraria al “abusador”, se estiman en 13,3 *billones* de euros³².

La Directiva 2003/6/CE se completa con tres directivas y un reglamento de desarrollo aprobados por la Comisión mediante un proceso de tramitación legislativa más ágil que el de las directivas y reglamentos del Parlamento y el Consejo. En ellos se proporcionan *indicios* de práctica manipuladora del mercado financiero (Directiva 2003/124/CE), se prevén *exenciones* para determinadas prácticas que caen en la definición de manipulación de mercado financiero de la Directiva 2003/6/CE, como las operaciones de recompra (*buy-back*) o las de estabilización de instrumentos financieros (Reglamento (CE) n° 2273/2003), se aportan criterios para que las autoridades nacionales determinen las *prácticas aceptadas* en su mercado financiero que, de otro modo, podrían encajar en la definición de abuso de mercado (financiero) (Directiva 2004/72/CE), o se establecen directrices sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses (Directiva 2003/125/CE).

España ha implementado toda esta normativa a través de los arts. 81 a 83ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV, en adelante) y del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado (RD 1333/2005, en adelante). Como en lo que sigue tendremos ocasión de ver, el ámbito de aplicación de los párrafos segundo y tercero del artículo 284 Cp coincide, en parte, con el ámbito de aplicación de estas normas, de naturaleza administrativo-sancionadora (véanse arts. 95 a 107ter LMV). En ese precepto del Código penal se castigan conductas calificables de manipulaciones informativas (art. 284.2 Cp) y operativas (art. 284.3 Cp). Las manipulaciones de hecho (*action based*), no entrarían en el ámbito de aplicación del art. 284 y, a lo sumo, podrían ser perseguidas a través del delito de abuso de información privilegiada (art. 285 Cp) en concurso con otros delitos que se hubieran podido cometer con la ejecución de los hechos (delito de daños, delito societario contable, delito de administración desleal, etc.).

1.4.1. Manipulaciones informativas: art. 284.2 Cp

³² COMISIÓN EUROPEA, *Impact Assessment on MAR and CRMAD*, (SEC(2011) 1217 final), Bruselas, 20.10.2011, p. 16 y s., con ulteriores referencias.

El art. 83ter.1.c) LMV tipifica como práctica falseadora de la libre formación de los precios, esto es, como manipulación del mercado (financiero) la:

«[d]ifusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa. Con respecto a los periodistas que actúen a título profesional dicha divulgación de información se evaluará teniendo en cuenta las normas que rigen su profesión, a menos que dichas personas obtengan directa o indirectamente una ventaja o beneficio de la mencionada difusión de información».

El párrafo acabado de reproducir es una copia exacta del párrafo c) del art. 1(2) de la Directiva 2003/6/CE, en el que se describen las prácticas consideradas como manipulación del mercado. Tanto la Directiva como la normativa nacional que la transpone definen las prácticas de manipulación del mercado financiero de forma deliberadamente amplia, con el fin de abarcar las constantes “novedades” en materia de conductas de falseamiento de los precios o engaño de los inversores. El imparable y rápido desarrollo tecnológico y la continua creación de nuevos mercados favorecen un alto grado de “innovación” en las formas de defraudar en estos mercados (financieros).

Si bien las prácticas de manipulación son muy variadas, entre las más comunes que pretendería abarcar el párrafo transpuesto por el art. 83ter.1.c) LMV se cuentan, por ejemplo, la conocida como *pump and dump*, consistente en la difusión de información positiva falsa respecto de un instrumento financiero por parte de quienes ostentan una posición larga respecto del mismo, con la intención de que incremente su valor en el mercado y poderlo vender cuando llegue a su precio máximo, obteniendo, así, un beneficio antes de que la cotización del instrumento caiga hasta un precio más aproximado a su valor real. O su contraria, la llamada *short and distort*, consistente en que un sujeto adopta una posición corta neta sobre un instrumento financiero (*net short-sell*) e, inmediatamente después, empieza a difundir rumores o datos negativos falsos en relación con dicho instrumento³³.

Este tipo de conductas, conocidas como *manipulaciones informativas*, también son abarcadas por el art. 284.2 Cp, aunque de forma más restringida. Sin embargo, el grado de restricción no siempre resulta evidente. En primer lugar, el tipo penal se refiere a la difusión de «noticias» o «rumores», mientras que el tipo administrativo habla de difusión de «información». Si tenemos en cuenta que por noticia se entiende todo hecho divulgado³⁴, no parece que los términos empleados por el legislador penal permitan restringir mucho respecto del tipo administrativo, al menos en este concreto aspecto. De hecho, el término «rumor» peca de tal vaguedad que no se han hecho

³³ Sobre la terminología empleada para referirse a las manipulaciones del mercado financiero más comunes, véase el anexo 5, sección B, del COMISIÓN EUROPEA, *Impact Assessment on MAR and CRMAD*, (SEC(2011) 1217 final), p. 103 y s. También SILVA SÁNCHEZ/ROBLES PLANAS/GÓMEZ-JARA DÍEZ, «Capítulo 14. Propiedad intelectual e industrial, mercado y consumidores», en SILVA SÁNCHEZ (dir.), *El nuevo código penal. Comentarios a la reforma*, 2011, pp. 406-408.

³⁴ Véase la tercera acepción del término “noticia” en el Diccionario de la Real Academia Española.

esperar las voces críticas por su dudosa compatibilidad con el principio de legalidad³⁵. En cualquier caso, por noticias o rumores debería entenderse cualquier hecho objetivamente comprobable, incluyendo opiniones de personas influyentes (p.e.) -aunque en este caso habrá, naturalmente, serios problemas de prueba-, así como valoraciones o pronósticos. En este último caso su falsedad o veracidad se medirá a través de la de los hechos (datos) en los que se fundamenten³⁶.

En segundo lugar, las noticias o rumores total o parcialmente falsos deben ir referidos a personas o empresas y tener un *contenido económico* («datos económicos»). En virtud del principio de legalidad penal (art. 25 CE) hay quien ya ha afirmado que las noticias o rumores que en sí mismas no tengan tal contenido deberían quedar fuera del alcance del tipo³⁷. Ello a pesar de que puedan ser tan o más lesivas para el bien jurídico protegido como las que sí lo tengan. Así, por ejemplo, mentir sobre el estado de salud de uno de los directivos estratégicamente más valiosos de una empresa cotizada puede resultar ser una información muy relevante para el precio de cotización de las acciones de dicha empresa. Más adecuado parece, por tanto, guiarse por el *thelos* de la norma y considerar abarcada por el tipo penal toda información relevante para el precio de cotización del instrumento financiero, sin que por ello se vulnere el principio de legalidad penal, pues en tal caso la información tendrá relevancia económica, por lo que no violentará el sentido ordinario del lenguaje (jurídico-penal económico) considerarla un «dato económico»³⁸.

En tercer lugar, las noticias o rumores falsos deben ir dirigidos a la alteración del precio de cotización de un «valor o instrumento financiero». A menos que se proponga un concepto penal autónomo de instrumento financiero muy alejado del concepto mercantil, tampoco existirán diferencias significativas entre el alcance de la infracción administrativa y el de la penal en relación con este elemento. No es pacífica la definición de instrumento financiero entre la doctrina mercantilista³⁹ y la normativa nacional y comunitaria que los regula recurre a definiciones ejemplificativas al efecto. Entre los instrumentos financieros que el art. 2 LMV declara que caen bajo el ámbito de aplicación de esta Ley, enumera los *valores negociables* (acciones de sociedades, obligaciones, valores cambiarios e hipotecarios, valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes), los *instrumentos monetarios* (p.e.:

³⁵ SANTANA VEGA/GÓMEZ MARTÍN, «Art. 284 Cp», en CORCOY BIDASOLO/MIR PUIG (dir.), *Comentarios al Código penal. Reforma LO 5/2010*, 2011, p., p. 628. A favor de la inclusión de los «rumores» en el tipo penal, GÓMEZ-JARA DÍEZ, «La reforma del art. 284 del Código penal: menos maquinación y más manipulación», en DÍAZ-MAROTO VILLAREJO (dir.), *Estudios sobre las reformas del Código penal*, 2011, p. 415; SILVA SÁNCHEZ/ROBLES PLANAS/GÓMEZ-JARA DÍEZ, en SILVA SÁNCHEZ (dir.), *El nuevo código penal. Comentarios a la reforma*, 2011, p. 408-409.

³⁶ Así, HWSt-SCHRÖDER, 3ª ed., 2012, p.1148 y s. nms. 19-24; Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, vor § 20a, nm. 60.

³⁷ MORALES GARCÍA, «Art. 284 Cp», en QUINTERO OLIVARES (dir.), *Comentarios a la parte especial del Derecho penal*, 9ª ed., 2011, p. 909.

³⁸ Sobre la autonomía del Derecho penal en la definición de los conceptos que emplea, véase ROBLES PLANAS, «La identidad de la dogmática jurídico-penal», *ZIS* (2), 2012, *passim*.

³⁹ Crítico con el concepto de «instrumento financiero», SÁNCHEZ ANDRÉS, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 2008, p. 661-714. Con una postura más pragmática, ZUNZUNEGUI PASTOR, *Derecho del mercado financiero*, 3ª ed., 2005, p. 169 y ss.

certificados de depósito, pagarés de empresa) y los *instrumentos derivados* (futuros u opciones financieras)⁴⁰.

Una de las razones por las que podría ser conveniente manejar un concepto penal autónomo de instrumento financiero es el hecho de que, en virtud del art. 2.1.k) LMV, también se consideran como tales «[l]os demás a los que las disposiciones legales o reglamentarias atribuyan la condición de valor negociable». Un criterio formal como el de la mera catalogación por gracia del legislador o, en ocasiones, ni eso: también puede determinarse por reglamento, no puede servir como criterio de relevancia penal. Por ello, cuando las calificaciones legales o reglamentarias en virtud del art. 2.1.k) LMV desconozcan los criterios materiales detrás del concepto (mercantil) de instrumento financiero no deberían tener relevancia para el Derecho penal.

Donde sí pueden existir diferencias importantes entre el ámbito de aplicación de la infracción administrativa y el de la penal es en su alcance, en función de los mercados en los que los instrumentos financieros son negociados. Existen infinidad de criterios para clasificar los mercados financieros. Aquí nos centraremos en dos de ellos: el grado de *regulación jurídica* y el grado de *organización* de los mismos. En el marco de la UE, en virtud de la Directiva MiFID, cabe distinguir cuatro tipos de mercados en función de su grado de regulación jurídica: los mercados regulados (o mercados secundarios oficiales, en terminología de la LMV: véanse arts. 31 y ss. LMV), los sistemas multilaterales de negociación (SMNs - *Multilateral Trade Facilities*, en inglés; *vid.* arts. 118-126 LMV), las operaciones realizadas a través de internalizadores sistemáticos (ISs - *Systematic Internalizers*, en inglés; *vid.* arts. 128-131 LMV) y los sistemas organizados de negociación no regulados (SONs - *Organized Trade Facilities*, en inglés), junto con lo que se conoce como operaciones bilaterales de negociación *over-the-counter* (OTC), en sentido estricto.

Los mercados regulados u “oficiales”, en terminología de la LMV española, son aquellos cuya organización y funcionamiento han sido aprobados por la autoridad pública competente y se «caracterizan por la concurrencia de unos requisitos de creación, organización y funcionamiento cuyo fin es la búsqueda de la transparencia en el mercado, la proclamación oficial de los precios y la seguridad jurídica del inversor»⁴¹. Esto es, los mercados financieros más *institucionalizados* que existen en España.

En función del grado de organización, cabe hablar de mercados de organización formal y rígida, ya proceda de la autorregulación de los miembros o se imponga por una autoridad externa, de mercados semi-reglamentados o de organización flexible y, en tercer lugar, de mercados simplemente negociados con pluralidad de participantes en los que las condiciones de negociación se fijan libremente entre las partes (operaciones a través de las llamadas *broker crossing networks*, u operaciones bilaterales OTC, por ejemplo). En los organizados, la negociación se lleva a cabo según «normas y reglamentos específicos que hacen públicas y uniformes las

⁴⁰ ZUNZUNEGUI PASTOR, *Derecho del mercado financiero*, 3ª ed., 2005, p. 169 y ss. En Alemania, se incluyen estos tres tipos de activos (*Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate*) bajo el concepto genérico de «instrumento financiero», aunque allí se introduce una categoría uno más: la de los derechos de suscripción de valores (*Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren*), que la LMV incluye entre los «valores negociables» (véase art. 2.1.a). Respecto de la noción de «instrumento financiero» en Alemania, véase Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, § 20a, nm. 34.

⁴¹ ZUNZUNEGUI PASTOR, *Derecho del mercado financiero*, 3ª ed., 2005, p. 237.

reglas de contratación, lo que tiene como resultado la existencia de un cierto nivel de normalización negociada y estandarización del tráfico en base a mecanismos de compra y venta en los que el consentimiento se presta por simple adhesión a un esquema típico, al que sólo se añaden variables singulares de precio y cantidad»⁴². De nuevo, a mayor nivel de organización, mayor nivel de institucionalización del mercado.

Pues bien, en virtud del art. 83ter.1 LMV, las prohibiciones de manipulación de los precios se dirigen a toda persona o entidad que actúe o se relacione en el *mercado de valores*. Por tal debe entenderse cualquier mercado en el que se negocien instrumentos financieros (no sólo valores negociables), ya sea un mercado regulado o no, ya se trate de un mercado organizado o no. Así, caerán en su ámbito de aplicación tanto las operaciones realizadas en el seno de un mercado regulado (mercado secundario oficial, según la LMV), como las celebradas *over-the-counter* (OTC), en SONs no regulados o en *broker crossing networks*. Siendo irrelevante, además, que los instrumentos financieros objeto de las operaciones estén admitidos en un mercado regulado (acciones de la empresa Inditex, p.e.) o no (acciones de una PYME, p.e.).

Por el contrario, y a pesar de que el art. 284.2 Cp no especifique nada al respecto de manera expresa, algunas voces especialmente autorizadas han propugnado restringir el ámbito de aplicación del ilícito penal a las conductas de manipulación que traten de falsear los precios formados por los mercados regulados u “oficiales”. El asidero legal de tal propuesta interpretativa cabría encontrarlo en la referencia del art. 284.2 al «precio de cotización» del valor o instrumento financiero. Si bien, por definición, todos los mercados son creadores de precios, según SÁNCHEZ ANDRÉS tan sólo respecto de los mercados regulados o asimilados puede hablarse de «cotización», por ser estos los más *líquidos* y los más *profundos* (número de órdenes de compra y venta de un instrumento)⁴³ de la realidad económica⁴⁴.

La cuestión es de especial importancia por dos razones. Por un lado, porque en los últimos años se viene observando una tendencia creciente de los volúmenes de negociación en los mercados no regulados⁴⁵. Y en estos mercados se negocian tanto instrumentos financieros no admitidos a negociación en mercados regulados (acciones de una PYME, p.e.), como instrumentos que sí lo están (acciones de una de las 35 empresas que integran el IBEX, p.e.), así como instrumentos financieros cuyo valor está referenciado a instrumentos admitidos a negociación en mercados regulados (instrumentos derivados: ventas en corto de acciones de una empresa cotizada, p.e.). Ello provoca que las operaciones que se realizan en los mercados no regulados puedan llegar a afectar la «cotización» en los mercados regulados de los instrumentos financieros admitidos a

⁴² SÁNCHEZ ANDRÉS, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 2008, p. 892.

⁴³ Sobre los criterios de medición del grado de eficiencia de un mercado financiero, véase SÁNCHEZ ANDRÉS, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 2008, pp. 891-892.

⁴⁴ SÁNCHEZ ANDRÉS, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 2008, p. 846 y ss., p. 848.

⁴⁵ Para una exposición detallada de los datos relativos a los mercados de la UE, véase COMISIÓN EUROPEA, *Impact Assessment MAR and CRMAD*, (SEC(2011) 1217 final), Bruselas, 20.10.2011, p. 12 y ss., y anexo 4. Para los datos de los mercados españoles, véanse los informes anuales de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación.

negociación en tales plazas, que actúan como activo subyacente del activo derivado⁴⁶. Tanto es así que hay quien empieza a poner en cuestión que los precios de cotización de los mercados regulados reflejen el precio real (o el más aproximado posible al mismo) de los instrumentos que en ellos cotizan⁴⁷.

Por otro lado, la cuestión es también relevante porque en los Estados Unidos de América, por ejemplo, la mayor parte de las *manipulaciones informativas* hacen referencia a *microcap stocks*, acciones de empresas con bajas o “micro” capitalizaciones. La capitalización media de este tipo de empresas son unos 6 millones de dólares en activos tangibles netos y el precio de cotización de sus acciones suele ser inferior a un dólar, por lo que también se conocen como *penny stocks*. El bajo precio de estas acciones junto con la modesta capitalización de las empresas cuyo valor representan hace más fácil su manipulación, que puede conseguirse sin necesidad de operar con grandes cantidades de capital. Pues bien, muy a menudo este tipo de acciones se negocian, en los EUA, en mercados OTC (*over-the-counter*), esto es, en mercados no regulados⁴⁸.

Siendo esto así, y con base en una interpretación teleológica, parece que lo más razonable es que el ámbito de aplicación del art. 284.2 (y .3) abarque todas aquellas operaciones realizadas en el marco de un mercado regulado (u oficial, en terminología de la LMV), así como aquellas que, habiéndose celebrado en un mercado no regulado, pudieran afectar –por contagio– el precio de cotización de un instrumento financiero formado por un mercado regulado⁴⁹. Así, las manipulaciones a través de la contratación de posiciones cortas sobre acciones cotizadas en un mercado OTC caería dentro del ámbito de aplicación del tipo. En cambio, las manipulaciones realizadas a través de la contratación de *microcap stocks* cotizadas en un mercado no regulado deberían atribuirse al ámbito de autorresponsabilidad del inversor y considerarse penalmente atípicas. El inversor puede evitar cualquier tipo de fraude por manipulación informativa -u operativa- absteniéndose de participar en este tipo de mercados.

Obviamente, la opción interpretativa aquí propuesta presupone la accesibilidad de las PYMEs a los mercados regulados. Si ello no fuera posible y tuvieran que recurrir a mercados no regulados para financiarse tendría sentido extender el ámbito de protección penal vía 284.2 y .3 Cp a esos mercados, siempre y cuando mostraran, *ex ante* y desde la perspectiva de un inversor razonable, unas mínimas garantías de organización y funcionamiento transparente y neutral.

⁴⁶ BAFIN, *Allgemeinverfügung zum Verbot der Begründung oder des rechtsgeschäftlichen Eintritts in ein Kreditderivat, soweit keine nicht nur unwesentliche Risikoreduktion beim Sicherungsnehmer gegeben ist*, de 18 de mayo de 2010 (consultable en inglés en:

http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegung/vf_100518_kreditderivate.html; última visita el 24 de julio de 2013). Menos fundamentada, pero partiendo de las mismas premisas, véase CNMV, *Acuerdo para la prohibición cautelar de realizar operaciones sobre valores e instrumentos financieros que supongan la constitución o incremento de posiciones cortas netas sobre acciones españolas*, de 23 de julio de 2012, aplicable a las operaciones realizadas en cualquier mercado de valores o instrumentos financieros, regulados o no regulados.

⁴⁷ COMISIÓN EUROPEA, *Impact Assessment on MiFID and MiFIR*, (SEC(2011) 1226 final), Bruselas, 20.10.2011, p. 11.

⁴⁸ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, «Microcap stock: a guide for investors», consultable en <http://www.sec.gov/investor/pubs/microcapstock.htm> (última visita el 17.7.2013).

⁴⁹ Este es el ámbito de aplicación que se atribuye al homólogo alemán del art. 284.2 y 3 Cp: Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, § 20a, nms. 33-41; 146a.

Una de las diferencias más ostensibles entre la infracción penal y la administrativa es que en la primera se exige que el autor haya obtenido un *beneficio* económico, para sí o para un tercero, superior a los 300.000 euros, o que haya causado un *perjuicio* de idéntica cantidad⁵⁰. Un sector de la doctrina ha entendido que estamos aquí ante una condición objetiva de punibilidad⁵¹, de modo que sería innecesario que un resultado de tal entidad fuera abarcado por el dolo del autor. Sin embargo, la no imposición de pena cuando no se llega a un perjuicio o beneficio superior a los 300.000 euros no se debe a que existan finalidades extrapenales prioritarias al merecimiento y necesidad de pena de la conducta (fundamento de las condiciones objetivas de punibilidad)⁵², sino más bien a que, cuando no se supera dicha cifra, se considera que no hay merecimiento o, en cualquier caso, necesidad de pena, porque para esos supuestos ya basta con el Derecho administrativo sancionador⁵³.

La exigencia de este resultado típico ha sido criticada por un sector de la doctrina, por considerar que condena a esta modalidad delictiva a la inaplicación, pues la mayor de las veces será muy difícil la prueba de tal beneficio o perjuicio y, sobre todo, la de su conexión causal con la conducta del autor⁵⁴. Identificar a los perjudicados entre los cientos o miles de inversores que participan a diario en las negociaciones, así como determinar si sus decisiones de inversión se han tomado con base en la información falsa o engañosa difundida, resultarían tareas impracticables. No comparto esta impresión. En los mercados regulados y en los mejor organizados existen registros de todas las operaciones y de la identidad de quienes las ejecutan⁵⁵. Además, en los mercados suelen destacar grupos reducidos de operadores que movilizan volúmenes manifiestamente más elevados de capital que el inversor medio, de modo que cuando la información falsa haya influenciado de forma objetivamente imputable sus decisiones de inversión, su identificación y gestión procesal será aún más sencilla. Y, en fin, el resultado típico no sólo puede considerarse probado a través de prueba directa, sino que también puede considerarse probado a través de prueba indiciaria y en este sentido las modificaciones de una entidad anormal al alza o a la baja de un instrumento financiero, después de un tiempo razonable de penetración de la información falsa en los foros de inversores, puede considerarse un indicio relevante de perjuicio o beneficio.

⁵⁰ Consideran que no es necesaria la efectiva producción de este resultado, sino que bastaría con que la conducta fuera idónea para producirlo, SANTANA VEGA/GÓMEZ MARTÍN, en CORCOY BIDASOLO/MIR PUIG (dir.), *Comentarios al Código penal. Reforma LO 5/2010*, 2011, p. 629.

⁵¹ De esta opinión, GÓMEZ-JARA DÍEZ, en DÍAZ-MAROTO VILLAREJO (dir.), *Estudios sobre las reformas del Código penal*, 2011, p. 417; SILVA SÁNCHEZ/ROBLES PLANAS/GÓMEZ-JARA DÍEZ, en SILVA SÁNCHEZ (dir.), *El nuevo código penal. Comentarios a la reforma*, 2011, p. 411; GÓMEZ TOMILLO, «Artículo 284 Cp», en EL MISMO (dir.), *Comentarios al Código penal*, 2010, p. 1098. Así, también, el AAP Madrid, de 5 de noviembre de 2012, p. Casado Pérez (nº rec. 487/2012).

⁵² ROXIN, *AT I*, 4ª ed., 2006, § 23 C nms. 21-30.

⁵³ Considera, como en el texto, que estamos ante un delito de resultado: MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, 4ª ed., 2013, p. 345.

⁵⁴ Sobre algunos de los problemas que plantea este elemento del tipo, BONILLA PELLA, «Capítulo 19. Maquinaciones para alterar el precio de las cosas», en ORTIZ DE URBINA GIMENO (coord.), *Memento Práctico. Penal Económico y de la Empresa*, 2011, nms. 6515 y ss. Críticos con la decisión del legislador, ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, *Los delitos bursátiles*, 2011, p. 242 y s.; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, 4ª ed., 2013, p. 345.

⁵⁵ En general, a nivel de la UE, véanse los arts. 7 y ss. del Reglamento CE nº 1287/2006, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva. En España, concretamente en relación con los mercados secundarios oficiales, véanse los arts. 5-12bis, 43.7 y 44bis LMV.

Así lo consideró, por ejemplo, la Sección 1ª de la AP Madrid, en un auto de 5 de noviembre de 2012, p. Casado Pérez (nº rec. 487/2012), en el que se conoció la publicación de una noticia falsa de OPA al Banco Popular en un diario digital de carácter económico, noticia que horas más tarde fue publicada en otros periódicos de la misma especialidad. Aquel mismo día las acciones del banco subieron un 6,7%, negociándose 4,25 veces más de su promedio. Al día siguiente se insistió en la noticia y las acciones volvieron a subir un 5,6%, alcanzando la negociación cifras similares a las del día anterior. Consta que se identificaron diecisiete entidades que negociaron durante aquellos dos días con aquellas acciones, obteniendo unos beneficios o unos perjuicios, respectivamente, superiores a los 300.000 euros. Si en aquellos dos días no se difundió ninguna otra información relevante a los efectos de la cotización de aquellas acciones y los días posteriores a la noticia falsa los volúmenes de negociación volvieron a sus niveles habituales, los indicios deberían considerarse bastante sólidos para considerar probado que la noticia alteró el precio de cotización de la acción del Banco Popular y de que las diecisiete entidades adoptaron sus decisiones de compra o venta en función de aquella noticia o de sus efectos en el precio de cotización. La Sección 1ª de la AP Madrid los consideró de suficiente entidad como para revocar el auto de sobreseimiento provisional y archivo de las diligencias de investigación de los hechos relatados, dictado por el juzgado de primera instancia.

Ciertamente, más compleja puede resultar la prueba de los beneficios o perjuicios por más de 300.000 euros causados con la difusión de noticias o rumores falsos con el fin de *preservar* el precio de cotización de un instrumento. Pero en ningún caso no será imposible⁵⁶: la bajada brusca y significativa de la misma cuando la falsedad de la información se descubriera en un momento posterior en el tiempo, con las correspondientes pérdidas de quienes tuvieren posiciones largas respecto del instrumento en cuestión (o beneficios de quienes las tuvieren cortas), también podrían considerarse indicios relevantes de la efectiva producción del resultado típico⁵⁷.

En virtud del tenor literal, la difusión de las noticias o rumores se debe realizar «a sabiendas» de su falsedad, lo que obliga a excluir del ámbito del tipo las difusiones con temerario desprecio hacia la verdad (dolo eventual)⁵⁸. Existe consenso en entender que la mención a que la conducta se realice «con el fin de alterar o preservar el precio de cotización» constituye un *elemento subjetivo especial* del injusto⁵⁹. Esto no significa, no obstante, que respecto del resultado de beneficio o perjuicio deba existir dolo directo de primer grado, sino que basta con el dolo eventual⁶⁰.

⁵⁶ Así lo considera, no obstante, GÓMEZ TOMILLO, en EL MISMO (dir.), *Comentarios al Código penal*, 2010, p. 1098.

⁵⁷ Véase, en esta línea, HWST-SCHRÖDER, 3ª ed., 2012, p. 1165 nm. 85, quien, comentando el tipo homólogo alemán, afirma que no se deben exigir excesivos elementos de prueba de la alteración del precio de cotización, único resultado exigido por el tipo penal alemán. A tal efecto, el autor sostiene que la comparación de la evolución histórica del *precio de cotización* del instrumento y de su *volumen medio de negociación*, con la modificación del precio y el volumen de negociación en el día o días inmediatamente siguientes a la penetración de la noticia deberían ser indicios suficientes para considerar probada la alteración del precio de cotización. Trasladado al tipo español, una vez probada la alteración del precio de cotización por esta vía, tan solo quedaría por demostrar que las personas que negociaron el instrumento financiero en cuestión los días clave, personas, por lo demás, perfectamente identificables, y que sufrieron las correspondientes pérdidas u obtuvieron las correspondientes ganancias, tomaron su decisión con base en la noticia o el rumor falso.

⁵⁸ ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, *Los delitos bursátiles*, 2011, p. 231; BONILLA PELLA, en ORTIZ DE URBINA GIMENO (coord.), *Memento Práctico. Penal Económico y de la Empresa*, 2011, pp. 595 nm. 6540; MENDOZA BUERGO, «Operaciones para alterar los precios y manipulación del mercado», en MOLINA FERNÁNDEZ (coord.), *Memento práctico penal*, 2010, p. 1091 nm. 12025.

⁵⁹ GÓMEZ TOMILLO, en EL MISMO (dir.), *Comentarios al Código penal*, 2010, p. 1098; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, 4ª ed., 2013, p. 345. En la jurisprudencia menor, AAP Madrid en un auto de 5 de noviembre de 2012, p. Casado Pérez (nº rec. 487/2012).

⁶⁰ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, 4ª ed., 2013, p. 363.

Especialmente interesante se presenta la calificación de la *omisión* de los deberes de información impuestos a quienes se dediquen profesionalmente o en la gestión de su actividad empresarial a divulgar recomendaciones o sugerencias de inversión: Directiva 2003/125/CE, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses. En nuestro ordenamiento jurídico los arts. 70.quáter.2 y 79.bis.2 LMV han sido los encargados de transponer buena parte de los deberes de información exigidos por el legislador comunitario. Deberes concretados, a su vez, en el RD 217/2008, de 15 de febrero⁶¹. Así, cabe destacar, por un lado, que toda persona que, dedicada a la prestación de servicios de inversión, difunda información en materia de inversión financiera deberá asegurarse que la información sea exacta y que no destaque los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin *indicar también los riesgos pertinentes*, de manera imparcial y visible, así como de que la información *no oculte, encubra o minimice ningún aspecto, declaración o advertencia importantes* (art. 60.1.b) y d)). Además, «[s]i la información contiene datos sobre resultados futuros, deberán cumplirse los siguientes requisitos: d) *Se deberá advertir* de forma visible que las previsiones no son un indicador fidedigno de resultados futuros» (art. 60.5.d)).

Por otro lado, es de destacar, también, el deber de notificar a los clientes los conflictos de intereses en los que se encuentre el profesional, deber previsto en el art. 70.quáter.2 LMV y desarrollado en el art. 45.3 RD 217/2008: «La revelación al cliente de los conflictos de interés de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 70 quáter.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, deberá hacerse en un soporte duradero y deberá incluir los *datos suficientes*, en función de la naturaleza del cliente, para que éste pueda tomar con conocimiento de causa una decisión en relación con el servicio de inversión o auxiliar al que afecte el conflicto de interés» (cursiva añadida). Si bien estos artículos están dirigidos a la relación *empresa de servicios de inversión-cliente*, parece que la Directiva 2003/125/CE obliga a extender estos deberes a las recomendaciones y sugerencias de inversión de carácter público, no solo por parte de los integrantes de empresas de servicios de inversión, sino también respecto de los periodistas cuando sus códigos deontológicos o estatutos jurídicos no prevean este tipo de deberes (véanse arts. 2.4 y 5.5 de la Directiva).

Pues bien, siendo esto así, conviene plantearse si la infracción de estos deberes puede dar lugar a la imputación del tipo penal de manipulación informativa (284.2 Cp) en comisión por omisión. Como se sabe, para ello es preciso que se cumplan los requisitos previstos en el art. 11 Cp. Fundamentales son la existencia de un deber de evitar el resultado y la posibilidad de evitarlo. La exigencia, como requisito adicional, de equivalencia entre la no evitación del resultado y su causación, así como la naturaleza de tal equivalencia (valorativa o estructural), es más discutida⁶². Empezando por el requisito menos problemático, en los supuestos aquí estudiados la

⁶¹ Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre (BOE nº 41, de 16 de febrero de 2008).

⁶² Una exposición al respecto, en la doctrina, SILVA SÁNCHEZ, «Artículo 11», en COBO DEL ROSAL (dir.), *Comentarios al Código penal*, t. I, Madrid (Edersa) 1999, pp. 443-466. En la jurisprudencia reciente del Tribunal Supremo se

posibilidad de evitar el resultado significaría que el cumplimiento de los deberes de información o publicidad por parte del autor de las recomendaciones o sugerencias de inversión públicas habría evitado la alteración o preservación del precio de cotización del valor o instrumento afectado, esto es, los inversores cuyas decisiones provocaron la alteración o preservación del precio de cotización habrían tomado decisiones de inversión diferentes de las que tomaron sin tal información⁶³. Por lo que se refiere al deber de evitar el resultado, es lugar común exigir al respecto que el omitente ocupe una posición de garante. Dicha posición puede fundamentarse de manera formal (ley, contrato e injerencia)⁶⁴ o material⁶⁵. En el ámbito de las recomendaciones o sugerencias de inversión debemos plantearnos si quien realiza este tipo de publicaciones (como miembro de una empresa de inversión) es garante de que los inversores tomen sus decisiones de inversión en condiciones de simetría informativa, al menos respecto de los datos previstos en los preceptos arriba citados.

Adviértase de que el delito del art. 284.2 Cp no protege el patrimonio de los inversores individuales, sino el buen funcionamiento del mercado y que, por tanto, el cumplimiento de los deberes de información arriba mencionados, en relación con este delito, no pretende proteger tanto el patrimonio de los inversores individuales como el buen funcionamiento del mercado.

Así, desde una perspectiva formal, podrían plantearse dudas respecto de los deberes de comunicación de los conflictos de interés, pues como antes hemos advertido la normativa española citada tan solo menciona la relación *empresa de inversión-cliente*, no las comunicaciones públicas, que es de lo que aquí se trata. Desde una perspectiva de fundamentación material de la posición de garante, la respuesta irá de la mano de la postura que se adopte en relación con la exigencia de equivalencia entre omisión y causación activa, así como del tipo de equivalencia que se exija (valorativa o estructural). Difícilmente considerarán imputable el delito de manipulación informativa al autor de las recomendaciones o sugerencias públicas quienes parten de una teoría de la comisión por omisión que solo admite la imputación del resultado por la infracción de *deberes negativos*, esto es, por el incumplimiento de deberes de protección previamente asumidos de forma expresa⁶⁶. Más proclives deberían mostrarse, no obstante, quienes parten de una teoría de la comisión por omisión que admita la imputación de resultados lesivos por la infracción de *deberes positivos*, esto es, por la defraudación de instituciones consideradas elementos tan irrenunciables de la configuración social como el principio de libertad de organización y

encuentran tanto sentencias que prescinden del requisito de la equivalencia (STS de 11 de marzo de 2010, p. Colmenero Menéndez de Luarca), como de otras que sí lo exigen (STS de 19 de mayo de 2011, p. Berdugo Gómez de la Torre).

⁶³ Si la capacidad del cumplimiento del deber para evitar el resultado tiene que existir con una certeza rayana en la seguridad o, simplemente, con la seguridad de que el cumplimiento habría aumentado las posibilidades de evitación, es una cuestión discutida en la doctrina penal. Véanse, por todos, MIR PUIG, *Derecho penal. Parte general*, 9ª ed., 2011, p. 336-337; STRATENWERTH/KUHLEN, *AT*, 6ª ed., 2011, § 13 nms. 50-56.

⁶⁴ Esta parece ser la postura mantenida por un sector, al menos, del Tribunal Supremo. Por todas véanse las SSTs de 19 de mayo de 2011, p. Berdugo Gómez de la Torre; de 11 de marzo de 2010, p. Colmenero Menéndez de Luarca; de 26 de octubre de 2009, p. Monterde Ferrer.

⁶⁵ Esta es la postura mayoritaria en la doctrina. Por todos, MIR PUIG, *Derecho penal. Parte general*, 9ª ed., 2011, p. 324 nm. 35, pp. 324-334.

⁶⁶ Véanse, por todos, SILVA SÁNCHEZ, en COBO DEL ROSAL (dir.), *Comentarios al Código penal*, t. I, 1999, pp. 441-470; ROBLES PLANAS, «Deberes positivos y negativos en Derecho penal», *InDret* (4), 2013, pp. 7 y ss., 13, 16 y ss.

responsabilidad por las consecuencias (*neminem laede*)⁶⁷. En ese caso, sin embargo, habría que afirmar que las empresas de servicios de inversión representan instituciones de este tipo en nuestra sociedad, de modo que la infracción de los deberes a ellas inherentes permitirían imputar el resultado lesivo, lo que de nuevo parece bastante dudoso⁶⁸.

Téngase en cuenta, no obstante, que el homólogo alemán (§ 20a(1)1 WpHG)⁶⁹ tipifica expresamente el silenciar los datos que puedan ser relevantes para la cotización de un valor o instrumento financiero en vulneración de una disposición normativa. Si se trata de un tipo de omisión pura o de la mera positivización de una comisión por omisión, es cuestión discutida⁷⁰. En cualquier caso, la opción del legislador alemán debería hacer reflexionar sobre la conveniencia político-criminal de una incriminación expresa de este tipo de omisiones, especialmente si se sostiene la postura más restrictiva en materia de comisión por omisión (aplicación solo en caso de infracción de deberes negativos). Desde esa perspectiva habría que plantearse la conveniencia de la tipificación expresa de este tipo de omisiones en la forma de lo que se ha dado en llamar “omisiones puras de garante” u “omisiones de gravedad intermedia”⁷¹.

A lo sumo, de quien sí cabría predicar tal papel en nuestra sociedad (representantes de instituciones fundamentales para la configuración [económica] de nuestra sociedad) sería de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, en adelante) o de las sociedades rectoras de los correspondientes mercados, en tanto que entidades competentes de la supervisión, inspección y sanción de sus participantes (véanse arts. 13, 15 y 31bis.2.a) LMV), sin cuyo ejercicio efectivo el mercado financiero no puede funcionar de forma eficiente, lo que en economías de mercado como la nuestra puede llevar a poner en jaque al propio modelo social de Estado, prueba de lo cual la tenemos, lamentablemente, con la crisis financiera mundial estallada en 2007. En este sentido, resulta especialmente llamativo el dato de que, desde el año 2006 hasta el 2012, el número total de expedientes sancionadores cerrados por conductas de manipulación del mercado por parte de la CNMV ha sido de 4: uno en el año 2006, ninguno durante los años comprendidos entre el 2007 y el 2010, uno en el 2009 y dos en el 2010⁷².

1.4.2. Manipulaciones operativas: art. 284.3 Cp

En el art. 83ter.1 LMV se tipifican como infracciones administrativas:

⁶⁷ JAKOBS, *System der strafrechtlichen Zurechnung*, 2012, p. 83-84; SÁNCHEZ-VERA GÓMEZ-TRELLES, *Delito de infracción de deber y participación delictiva*, 2002, pp. 83-105.

⁶⁸ Entre las instituciones que JAKOBS suele poner como ejemplo de instituciones que determinan la identidad de la Sociedad de la misma manera que el sinalagma libertad de organización-responsabilidad por las consecuencias se encuentran deberes estatales fundamentales (seguridad interior y exterior, sujeción a la ley de la Administración, prestaciones asistenciales básicas), las relaciones paterno-filiales y relaciones de confianza especial (dirigidas a evitar peligros básicos: la relación entre un ciego y un lazarillo o la que existe entre una aseguradora privada de servicios sanitarios y su cliente): *System der strafrechtlichen Zurechnung*, 2012, p. 84; EL MISMO, *La imputación penal de la acción y de la omisión*, 1996, pp. 53-59.

⁶⁹ *Gesetz über den Wertpapierhandel*, de 26 de julio de 1994.

⁷⁰ Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, vor § 20a, nms. 98 y ss. Una exposición detallada de los deberes de publicidad cuyo incumplimiento da lugar a la comisión de esta modalidad típica en: nms. 110 y ss., entre los que se mencionan, precisamente, los deberes de comunicación de los conflictos de intereses en los supuestos de recomendaciones de inversión públicas (nm. 111).

⁷¹ SILVA SÁNCHEZ, en COBO DEL ROSAL (dir.), *Comentarios al Código penal*, t. I, 1999, pp. 441-470; ROBLES PLANAS, *InDret* (4), 2013, p. 13 y ss.

⁷² Véanse los informes anuales de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación de los años 2006 a 2012 (consultable en: <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Informes.aspx>; última visita 16.7.2013).

«Las operaciones u órdenes:

- a) Que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros.
- b) Que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate».

En este caso, el art. 83ter.1.a) reproduce casi literalmente el art. 1(2)(a) de la Directiva 2003/6/CE. Estamos aquí ante las llamadas *manipulaciones operativas*. Se distinguen dos submodalidades de manipulación operativa. Por un lado, las que pretenden *fingir* una actividad de compra o de venta que no se corresponde con la realidad. En este primer grupo de conductas, que se corresponden con el primer párrafo del art. 83ter.1.a) LMV, se encuadrarían prácticas como la llamada *quote stuffing*, consistente en la acumulación masiva de órdenes de compra o venta de un instrumento financiero, a través de los sistemas de negociación de alta frecuencia, y su retirada en el último momento, antes de que sean ejecutadas, para provocar así una subida o bajada del precio de cotización debido a que los métodos automáticos utilizados para su cálculo se basan en algoritmos informáticos que deciden sobre la formulación de las órdenes, entre otros factores. Otra conocida forma de aparentar una determinada actividad con la que se trata de influir en el precio de cotización es la consistente en la compra de cantidades significativas de un determinado instrumento financiero por parte de un operador que luego se lo vende a sí mismo (a través de una persona jurídica que actúa como pantalla, p.e.) para incrementar así el volumen de negociación y captar a nuevos inversores, que suelen verse atraídos por los altos volúmenes de negociación. Sin embargo, *de facto* no ha habido cambio alguno en la propiedad de los instrumentos negociados. Este tipo de operaciones, en las que no se produce un cambio material en la propiedad de los instrumentos, se conocen como *wash sales*. Cuando sí se produce un cambio efectivo en la propiedad de los instrumentos, pero éste se enmarca en un acuerdo entre los diferentes participantes para cruzar órdenes y mantener así, materialmente, las posiciones tal y como estaban antes de las transacciones, se habla de *matched orders* (órdenes cruzadas) o *circular* (o *pool*) *trading* (negociación circular). Entre las manipulaciones dirigidas a fingir un determinado nivel de actividad se cuenta, también, la llamada *marking the close*, consistente en realizar operaciones en un momento sabidamente decisivo para la determinación de un precio de referencia, para influir en la misma. Tradicionalmente los precios de referencia han sido los del cierre de la sesión.

Por otro lado están las operaciones que tratan de provocar una *escasez* artificial de un determinado instrumento financiero con el fin de alterar su precio de cotización. Se trata, por ejemplo, de la práctica conocida como *cornering* (acaparamiento), consistente en asegurarse un control (total o parcial; pero significativo) tanto del activo subyacente (las acciones de una sociedad cotizada, p.e.) como del activo derivado (contratos de futuros respecto de dichas acciones, p.e.), de modo que el acaparador pueda controlar, en un momento posterior en el tiempo, el precio del activo derivado. El *parking* es una modalidad de manipulación dirigida a provocar situaciones de escasez en la que se recurre a un testafarro (simulación) para ocultar la

inversión que excede de los límites permitidos o libres de comunicación a la autoridad del mercado.

De la mano del legislador comunitario (véanse arts. 4 y 5 Directiva 2003/124/CE, de 22 de diciembre de 2003), el español ha recogido en el art. 3 RD 1333/2005, de 11 de noviembre, una serie de indicios de manipulación de los precios de cotización para que sean tenidos en cuenta a la hora de determinar si una conducta es constitutiva de manipulación de mercado en términos jurídico-administrativos. El propio legislador advierte que, por sí mismos, los indicios no pueden considerarse constitutivos de manipulación de mercado. Menos aún en la determinación de la relevancia penal de la conducta, aunque puedan ser de indudable utilidad para comprender el tipo de conductas que pretende abarcar la regulación jurídico-administrativa.

Tanto las manipulaciones dirigidas a fingir un determinado nivel de actividad como las dirigidas a crear situaciones de escasez son abarcadas por el tercer párrafo del art. 284 Cp. En realidad, y salvo por un importante matiz que más adelante se comentará (se exige el uso de información privilegiada; ver *infra* 1.4.1.b)), la redacción del tipo penal coincide en gran parte con la del art. 83ter.1.a) LMV.

Mientras que nadie duda sobre la legitimidad de la prohibición penal de las manipulaciones informativas (manipulación mediante engaño) ni de las manipulaciones de hecho (manipulación mediante la comisión de otros delitos o actos ilícitos⁷³), menos claras están las cosas respecto de las manipulaciones operativas⁷⁴. Entre las arriba expuestas, la doctrina distingue entre dos tipos de operaciones: las ficticias y las efectivas. Por operaciones *ficticias* se entienden aquellas que no son ni queridas ni económicamente relevantes para su autor. Ejemplos: *quote stuffing*, *wash sales*, *matched orders*, *circular trading*. Por el contrario, se consideran operaciones *efectivas* aquellas que son queridas por su autor y tienen repercusión económica en su esfera patrimonial. Ejemplos: *marking the close*, *cornering*, *parking*, *naked short selling*⁷⁵.

Pues bien, la doctrina tiene serias dudas de la legitimidad de prohibir penalmente las manipulaciones consistentes en operaciones efectivas. Ciertamente, a menudo estas prácticas tan solo se distinguen de otras completamente permitidas (compra masiva antes del cierre por olvido o por haber recibido tarde la financiación necesaria, p.e.) por concurrir una determinada relación subjetiva del autor con el hecho, esto es, por haberlas cometido con *dolo directo de primer grado*. Pero la intención, por sí sola, no debería convertir una conducta permitida en prohibida, al menos no en Derecho penal. Por eso en la teoría del delito se exige, como condición necesaria previa, que la conducta sea objetivamente típica y penalmente relevante⁷⁶.

De hecho, lo mismo puede decirse respecto de la mayor parte de las manipulaciones consideradas “ficticias”, pues también consisten en órdenes o transacciones reales (p.e.: *quote stuffing*; *wash sales*, respectivamente) que, salvo por el ánimo del autor, no se distinguen de otras

⁷³ Si el ataque contra el valor intrínseco del instrumento o el ejercicio regular de la actividad del emisor no se llevara a cabo mediante actos ilícitos, probablemente también surgirían dudas sobre la legitimidad penal de la prohibición de estas conductas.

⁷⁴ Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, vor § 20a, nms. 39-41; § 20a, nms. 142 y ss.

⁷⁵ Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, vor § 20a, nms. 35-37; § 20a, nm. 153a.

⁷⁶ FRISCH, *Comportamiento típico e imputación del resultado* [1988], (trad. Cuello Contreras/Serrano González de Murillo), 2004, *passim*, pp. 105-110, 110.

admitidas en el tráfico (retirar una orden formulada por error: *fat finger trades*; vender acciones a una sociedad del mismo grupo simplemente para redistribuir los riesgos de forma más eficiente⁷⁷). En comparación con la discusión en torno al contenido del concepto «elusión» en el delito de defraudación fiscal (art. 305 Cp), podría decirse que, a lo sumo, en estos casos nos encontramos ante estructuras de comisión próximas al fraude de ley (art. 6.4 Cc), cuando no constitutivas del mismo, pero en ningún caso ante estructuras de simulación. Como se sabe, en el ámbito del delito fiscal, tan solo la simulación se considera merecedora de reproche penal, como forma de engaño, pero no las operaciones fiscales en fraude de ley, que entrarían dentro de la llamada “economía de opción”, transparente, a pesar de que a menudo consistan en operaciones ciertamente complejas⁷⁸. En efecto, «la inclusión de negocios efectivos u órdenes efectivas de compra o venta es delicada, pues ni nuestro sistema económico es en absoluto extraño a las operaciones comerciales hábiles, tácticas o estratégicas, ni son en principio objetables desde una perspectiva jurídica»⁷⁹.

A nuestro modo de ver, resulta preferible esforzarse en buscar circunstancias objetivas (de más fácil comprobación que la voluntad o el ánimo interno de una persona en un momento determinado del pasado) que permitan fijar -y legitimar- con claridad el umbral de lo penalmente relevante. Y a la luz del bien jurídico protegido por este delito (el sistema de fijación de precios basado en una economía de mercado regida por el principio de libre competencia) pueden contar como tales los medios tradicionales de ataque al buen funcionamiento del mercado en condiciones de competencia, a saber, los acuerdos colusorios y el abuso de una posición dominante. Así, en lugar de recurrir a la distinción entre órdenes u operaciones fictivas o efectivas, debería recurrirse a esos dos medios comisivos como criterios de relevancia penal. Cuando la manipulación operativa de mercado tuviera lugar mediante *acuerdo colusorio* (*matched orders, circular trading*) o mediante *abuso de posición dominante* (*cornering, short squeeze*), entonces cabría hablar de manipulación de mercado financiero penalmente relevante. Naturalmente también cuando tuviera lugar a través de *engaño* (como la simulación empleada en el *parking*, por ejemplo) u *otro tipo de medios* considerados de forma asentada como reprobables y de gravedad equivalente a los anteriores.

Ocupar una *posición dominante* en el mercado no es, en sí mismo, abusivo ni reprobable⁸⁰. Por ello los ordenamientos de nuestra cultura jurídica no lo prohíben. Sin embargo, respecto de determinadas operaciones, es sabido que su realización desde una posición de dominio y aprovechando todo el poder de mercado que dicha posición confiere tiene consecuencias altamente lucrativas por quien ostenta dicha posición, pero perjudiciales en una medida equivalente para el buen funcionamiento del mercado y, en especial, para el resto de participantes en él. Cuando se actúa de tal modo a pesar de saber que se ocupa una posición de dominio y a pesar de conocer las consecuencias que la realización de tales operaciones en aprovechamiento de tal posición puede tener para el mercado y para el resto de sus participantes, se actúa de forma penalmente reprochable, pues quien actúa se aprovecha de la situación de vulnerabilidad del resto de integrantes del mercado, esto es, *abusa* de la posición de dominio. Esto es lo que ocurre con las conductas de manipulación de mercado que, desde una perspectiva consecuencialista, se sabe que son perjudiciales

⁷⁷ Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, vor § 20a, nm. 163.

⁷⁸ Véase SILVA SÁNCHEZ, *El nuevo escenario del delito fiscal en España*, 2005, pp. 29-52.

⁷⁹ HWSt-SCHRÖDER, 3ª ed., 2012, p. 1156 nm. 51.

⁸⁰ Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, vor § 20a, nm. 156.

(ineficientes) para el buen funcionamiento del mercado. En estos casos puede afirmarse que, de dos conductas que separadamente están permitidas (ostentar una posición dominante, p.e.; vender por encima del coste marginal, p.e.), sale una de prohibida cuando se realizan simultáneamente (vender por encima del coste marginal ostentando una posición de dominio, p.e.), si además concurre dolo.

En cualquier caso, tanto el *acuerdo colusorio* como el abuso de una *posición dominante* son medios comisivos expresamente previstos y exigidos (alternativamente) en el segundo subtipo de manipulaciones operativas del art. 284.3 Cp. La segunda parte del párrafo .3 se dirige a los que se aseguran por sí o en concierto con otros, y utilizando información privilegiada, una posición dominante en el mercado para fijar los precios en un nivel anormal o artificial. La exigencia de una posición de dominio es evidente por explícita. La exigencia (alternativa) de un acuerdo colusorio se encuentra en la tipificación de los «concertos con otros» para asegurarse una posición de dominio. Sin embargo, el acuerdo colusorio implica ya de por sí la constitución –si se ejecuta correctamente– de una posición de dominio, pues no consiste en otra cosa que en la coordinación de un número de participantes que poseen, conjuntamente, una cuota de mercado lo suficientemente significativa (=dominante) como para manipularlo (>65%, p.e.). A nuestro modo de ver, ambos medios comisivos son reprobables por sí mismos, sin necesidad de exigir adicionalmente un uso de información privilegiada para considerarlos merecedores de sanción penal.

Los criterios de relevancia penal acabados de proponer tan solo tienen, al menos por ahora (ver *infra* 2.), valor de *lege ferenda*. El legislador penal español ha querido evitar los problemas de legitimidad de la prohibición penal de las meras manipulaciones operativas con una solución salomónica: la exigencia de que la manipulación se lleve a cabo a través de un medio comisivo que inyecte desvalor a la conducta sin dejar lugar a dudas de su reprochabilidad (penal), pero sustrayendo así de su ámbito de aplicación la mayor parte de conductas que falsean la formación de los precios que deberían obtenerse con el correcto funcionamiento del mercado. Este medio comisivo no es otro que el *uso de información privilegiada*⁸¹ en la ejecución de la conducta alteradora de la cotización. De esta forma, de *lege lata* cualquiera de las modalidades de manipulación operativa hasta aquí comentadas, unida al uso de información privilegiada y al dolo del autor, reviste el desvalor suficiente de conducta como para legitimar la pena prevista en el art. 284.3 Cp. Sin duda, el modelo escogido por el legislador penal español es meridianamente claro en la delimitación de lo penalmente relevante. Pero igual de claro es lo insatisfactoria que resulta su aplicación, pues deja fuera de su alcance casos tan o más graves como los que entran en él.

El autor debe pronosticar *ex ante* la idoneidad de la información para la alteración del precio de cotización de un instrumento financiero, lo que tan solo es compatible con una actuación *dolosa*, aunque no tiene por qué ser, necesariamente, ni de primer ni de segundo grado⁸². En la modalidad de acaparamiento se entiende de forma mayoritaria que la exigencia de que la conducta se realice con «la finalidad de fijar sus precios [los de los valores o instrumentos] en niveles anormales o artificiales» opera como un *elemento subjetivo del injusto*⁸³.

⁸¹ Véase *infra* “b) Concepto de información privilegiada” sobre el concepto de información privilegiada.

⁸² Igual que en el texto, MENDOZA BUERGO, en MOLINA FERNÁNDEZ (coord.), *Memento práctico penal*, 2010, p. 1092 nm. 12029. De otra opinión, ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, *Los delitos bursátiles*, 2011, pp. 238-240.

⁸³ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, 4ª ed., 2013, p. 348; MORALES GARCÍA, en QUINTERO OLIVARES (dir.), *Comentarios a la parte especial del Derecho penal*, 9ª ed., 2011, p. 912; BONILLA PELLA, en ORTIZ DE URBINA GIMENO (coord.), *Memento Práctico. Penal Económico y de la Empresa*, 2011, pp. 595 nota 6542.

Como comportamientos penalmente no relevantes (riesgos permitidos) deberán considerarse, en principio⁸⁴, los subsumibles en las exenciones previstas en el Reglamento (CE) n° 2273/2003, de 22 de diciembre de 2003 y las prácticas de mercado aceptadas según lo previsto en el art. 1.5) Directiva 2003/6/CE, la Directiva de desarrollo 2004/72/CE, de 29 de abril, los arts. 81.3 y 83 ter.2 LMV y los arts. 4 y 5 del RD 1333/2005⁸⁵. Entre las prácticas exentas se cuentan los *programas de recompra (buy-back)* y la *estabilización de instrumentos financieros*. Entre las prácticas de mercado aceptadas, en España, como en un buen número de estados miembros de la UE, tan solo se cuenta, por ahora, con la relativa a la adopción de *contratos de liquidez*⁸⁶. En este último caso, de acuerdo con el art. 4.1 del RD 1333/2005, es la CNMV quien, mediante la aprobación y publicación de una circular (art. 5.1), debe determinar qué prácticas se consideran aceptadas en el mercado.

Los evidentes déficits de legitimación democrática de las Circulares aconsejan tomarlas como meros *indicios* de la relevancia penal de las conductas en ellos previstas, como “*documentación de la práctica de buena fe*” en este sector. En efecto, sería contrario al principio de división de poderes usurpar al juez penal la función de concreción de la norma penal en beneficio de la CNMV, organismo ajeno al poder legislativo y al poder judicial, únicos facultados para configurar las normas penales⁸⁷. El hecho de que el legislador extra-penal se haya remitido a ellas en la configuración del ilícito administrativo para excluirlas del mismo (art. 83 ter LMV) no me parece una razón suficiente como para someter al juez penal a los dictados de la CNMV. No cabe decir lo mismo de los programas de recompra (*buy-back*) y de los de estabilización de instrumentos financieros, pues en este caso la distribución de riesgos sí viene directamente avalada por el legislador español (arts. 81.3 y 83 ter.2 LMV). Todo ello sin perjuicio, naturalmente, de que el operador que de buena fe haya organizado su conducta con base en las Circulares (o incluso en las recomendaciones) de la CNMV y, a pesar de ello, el juez penal considere que su conducta es penalmente relevante, habrá incurrido, al menos, en un error invencible de prohibición.

a) Una operación en particular: las ventas en corto

Un ejemplo de manipulación operativa penalmente relevante por basarse en *otro medio considerado de forma asentada como reprobable y de gravedad equivalente* al acuerdo colusorio, al abuso de posición dominante o al engaño, podemos encontrarlo en las ventas en corto al descubierto (*naked short sales*).

⁸⁴ La remisión a la delimitación extra-penal de los ámbitos de libertad no es ciega. Véase FRISCH, *Comportamiento típico e imputación del resultado*, 2004 [1988], pp. 105-110, p. 108: «El riesgo que permanece inevitablemente aun observando el catálogo de reglas, en cierto modo el riesgo residual o riesgo básico del ámbito vital o subsistema regulado de tal modo, es riesgo tolerado, admisible. Cualquier otra consideración haría absurda la reglamentación correspondiente». Pero, pocas líneas más adelante, señala: «Lo determinante no es la observancia de la regla [extra-penal, se entiende], sino el riesgo básico típico que queda al observar la regla; y sólo a ello, y no al ámbito global de creaciones de riesgo que quedan al observar la regla se refiere la declaración de tolerancia del legislador (u otra instancia reguladora). La conducta que observa la regla, pero que sobrepasa claramente el riesgo básico, ha de calificarse ya como creación de riesgo desaprobada...».

⁸⁵ De la misma opinión GÓMEZ-JARA DÍEZ, en DÍAZ-MAROTO VILLAREJO (dir.), *Estudios sobre las reformas del Código penal*, 2011, p. 410; SILVA SÁNCHEZ/ROBLES PLANAS/GÓMEZ-JARA DÍEZ, en SILVA SÁNCHEZ (dir.), *El nuevo código penal. Comentarios a la reforma*, 2011, p. 413 y s.

⁸⁶ Véase la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV, sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado, BOE de 12 de enero de 2008.

⁸⁷ En este sentido, véase SCHÜNEMANN, «Las reglas de la técnica en Derecho penal», *ADPCP* (47), 1994, pp. 308 y ss., p. 328, p. 331, p. 337.

La venta en corto se define como la venta de un instrumento financiero (una acción, p.e.) del que el vendedor no es propietario, con la intención de comprar un instrumento idéntico en un momento posterior en el tiempo de tal modo que se pueda efectuar la correspondiente entrega del instrumento. Se distinguen dos tipos de ventas en corto: las cubiertas y las descubiertas. Ambas consisten en varias operaciones. Las *cubiertas* son aquellas en las que el vendedor (V) toma (jurídico-formalmente) prestados instrumentos financieros a un tenedor (T), a quien normalmente le entrega una cantidad de dinero a cambio. En un segundo momento, V vende a un comprador (C) los instrumentos, a quien puede “entregárselos” porque C los tiene formalmente en préstamo. En un tercer momento posterior en el tiempo, V compra el mismo número de instrumentos financieros que tomó prestados de T. En el momento cuarto, V hace entrega de los instrumentos financieros a T. Si en el momento tres el valor del instrumento financiero es inferior al valor que tenía en el momento uno, V sale ganando. Si es superior, V tendrá que asumir la diferencia de precio cuando en el momento tres vaya al mercado para adquirir los títulos que debe devolver a T en el momento cuatro. Las ventas en corto *descubiertas* son aquellas en las que V no toma jurídico-formalmente prestados los instrumentos financieros que vende a C. Ello le permite operar sin tener que avanzar capital, más allá de los costes del operador (*broker*) o similares. Cuando llega el momento de cerrar la posición corta (momento 3), V tiene que adquirir el mismo número de instrumentos financieros que vendió a C para hacer la correspondiente entrega⁸⁸. La gran ventaja, como se ha dicho, es que V puede operar sin tener que contar con el capital en el momento uno. El riesgo añadido es que, al no tener que pedir prestado instrumento alguno, el número de ventas al descubierto que pueden producirse es ilimitado, lo que podría provocar que, en el momento de cerrar la posición corta, todos los vendedores en corto coincidieran y se produjera una situación de escasez irresoluble, porque se han vendido más instrumentos de los que realmente existen (situación equivalente a lo que se conoce como *overbooking* en el mercado de billetes de avión). Estos son los beneficios y los riesgos que las ventas en corto al descubierto presentan para el inversor.

Para los emisores y tenedores de un determinado instrumento, para los demás participantes en el mercado y para el resto de ciudadanos indefectiblemente expuestos a los vaivenes de los mercados financieros las ventajas de las ventas en corto, tanto cubiertas como descubiertas, son un incremento de la *liquidez* de los mercados y un incremento de su *transparencia*. Las ventas en corto suponen un incremento de los recursos de inversión: aumenta la captación de ahorro por parte de los mercados para destinarlo a la inversión. Por otro lado, las ventas en corto permiten que operadores que no disponen de un determinado instrumento sobrevalorado en el mercado, corrijan su precio a la baja, lo que hace aumentar la información disponible y, por tanto, la transparencia del mercado, aunque, como a continuación se verá, existen argumentos para sostener que las ventas en corto tienen precisamente el efecto contrario.

Los inconvenientes son, en líneas generales y por lo que aquí interesa, tres. En primer lugar, las ventas en corto se dice que llevan asociado el riesgo de provocación de espirales negativas de precio. En palabras de la misma Comisión Europea: «existe el riesgo de que las ventas en corto

⁸⁸ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Short selling*, discussing paper 09/1, febrero de 2009.

creen la impresión de que existe más oferta en el mercado de la que realmente existe, incitando de este modo a los demás a vender». Este riesgo de provocar una espiral vendedora respecto de un determinado valor o instrumento objeto de ventas en corto es lo que se ha llamado “efecto contagio” de las ventas en corto, basado en un comportamiento “en manada” (*herding behaviour*) de los inversores⁸⁹. En segundo lugar, se dice que generan riesgo de incremento de la volatilidad de los mercados, especialmente la modalidad de ventas en corto descubiertas. Y ello porque los vendedores, al no tener que identificar los instrumentos o conseguirlos prestados antes de realizar la venta en corto, pueden colocar muchísimos instrumentos en muy poco espacio de tiempo. Así, se afirma que la enorme presión que la venta ilimitada de un instrumento puede colocar sobre su precio puede poner en peligro la estabilidad del propio sistema. En tercer lugar, se dice que las ventas en corto llevan aparejada una disminución de la transparencia del mercado. En tanto que instrumento derivado que es, normalmente negociado en mercados OTC (*over-the-counter*), a menos que exista un deber de notificación y/o comunicación pública de las posiciones cortas, ni los reguladores ni la mayor parte del mercado tienen garantizado el acceso a la información relativa a estas transacciones. Así, por ejemplo, es posible que alguien realice ventas en corto descubiertas por más del doble del valor del capital emitido por una sociedad cotizada sin que el regulador ni el inversor medio experimentado sean conocedores de ello⁹⁰.

Las ventas en corto no son en absoluto un fenómeno reciente en la realidad financiera. Ya en la gran crisis del año 1929 fueron acusadas de provocar el colapso de los mercados. Después del *crack* del 29, los Estados tomaron cartas en el asunto y establecieron algunas prohibiciones en materia de ventas en corto. En España, por ejemplo, desde el año 1964 el art. 64 del Reglamento de bolsas de comercio⁹¹ dice lo siguiente:

«En el mercado de contado sólo podrán negociarse por los vendedores los títulos-valores de los que sean propietarios con anterioridad».

La conveniencia de este tipo de operaciones ha sido intensamente debatida durante las últimas décadas, inclinándose la balanza a favor de su permisión durante el periodo previo a la crisis financiera de 2007. Desde aquel año la tendencia se ha invertido y muchos Estados han tomado medidas temporales o definitivas para restringir este tipo de operaciones. En España, por ejemplo, a remolque de las posturas adoptadas por los reguladores de los estados vecinos y las presiones procedentes de la UE, el 22 de septiembre de 2008 el Comité ejecutivo de la CNMV adoptó un acuerdo en el que recordaba que las ventas en corto *descubiertas* están prohibidas en nuestro ordenamiento en virtud del art. 64 del mencionado reglamento, que debe aplicarse de forma analógica al actual sistema de instrumentos representados mediante anotaciones en cuenta. En cambio, el Acuerdo parte de la premisa de que las ventas (o posiciones) en corto *cubiertas* son lícitas y exige como medida novedosa de control la comunicación de dichas

⁸⁹ Sobre las ventajas y desventajas de las ventas en corto, véase FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Short selling, discussing paper 09/1*, febrero 2009, p. 10 y ss. También, COMISIÓN EUROPEA, *Impact Assessment on Short Selling and certain aspects of CDS*, (SEC(2010) 1055), Bruselas, 15.9.2010, pp. 10 y ss.

⁹⁰ Véase COMISIÓN EUROPEA, *Impact Assessment on Short Selling and certain aspects of CDS*, (SEC(2010) 1055), Bruselas, 15.9.2010, pp. 24-32.

⁹¹ Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio.

posiciones cuando su cuantía exceda el 0,25% del capital social admitido a negociación del emisor del instrumento⁹².

La ausencia de un tratamiento homogéneo de la cuestión por parte de los miembros de la Unión durante los meses más críticos de la crisis financiera provocó que la Comisión Europea tomara cartas en el asunto. Sus trabajos han dado como resultado el Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo (UE) 236/2012, de 14 de marzo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, y los Reglamentos de Ejecución de la Comisión (UE) 827/2012, de 29 de junio, y 918/2012, de 5 de julio. Muy resumidamente, el Reglamento (UE) 236/2012 prohíbe las ventas en corto descubiertas (arts. 12 y 13), salvo determinadas excepciones (art. 13.2, p.e., ventas en corto de deuda soberana), y somete las cubiertas a un régimen de transparencia: imposición de deberes de notificación y comunicación pública (arts. 5-11). En resumen, en España las ventas en corto cubiertas están permitidas siempre y cuando se cumplan determinadas condiciones de transparencia y determinados límites en la cuantía de la inversión. En cambio, las ventas en corto descubiertas (*naked short sells*) están prohibidas, sin perjuicio de determinadas excepciones.

Pues bien, es momento de preguntarse si, de acuerdo con el modelo interpretativo (*de lege ferenda*) del delito de manipulaciones operativas aquí defendido, las ventas en corto deberían considerarse penalmente relevantes. En nuestra opinión la respuesta debe ser afirmativa, pero solamente respecto de las ventas en corto descubiertas y siempre y cuando fueran idóneas para causar unos perjuicios u obtener unos beneficios de más de 300.000 euros y se cometieran con dolo. El motivo no es que esta sea la única modalidad de venta en corto terminantemente prohibida –sin perjuicio de determinadas excepciones– por la legislación nacional y comunitaria. También están prohibidas las ventas en corto cubiertas que no cumplan con las condiciones exigidas por el Reglamento (UE) 236/2012, de 14 de marzo, por ejemplo. La razón es que este tipo de operaciones contienen un desvalor objetivo equivalente al que contienen los acuerdos colusorios, los abusos de posición dominante o las conductas de engaño arriba comentadas. Las ventas en corto descubiertas pueden influir en el precio de cotización de los valores o instrumentos mediante el envío de mensajes erróneos sobre los niveles de oferta de dichos valores o instrumentos, pues la tendencia vendedora que llevan inherente no coincide con los niveles reales de oferta del valor o instrumento. En efecto, lo característico de la venta en corto descubierta es, precisamente, que no precisa de un substrato de valores o instrumentos financieros efectivamente emitidos. No se trata, en realidad, de una venta en sentido estricto, sino de una apuesta contra un valor o instrumento. Y al no requerir tal substrato de valores efectivamente emitidos, la apuesta puede ser ilimitada, las “ventas” a las que el precio del instrumento o valor tiene que hacer frente pueden ser infinitas. Pero de ese modo se envía al mercado un mensaje sobre la oferta de un instrumento o valor que no coincide con los niveles reales de oferta, lo que falsea las reglas de funcionamiento del mercado de inversión.

Más discutible es que las ventas en corto cubiertas sin cumplir las condiciones de permisión legalmente exigidas cuando sean idóneas para producir beneficios o pérdidas de más de 300.000

⁹² CNMV, *Acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV en relación con las ventas en corto descubiertas*, 22.9.2008, *passim*.

euros, sean penalmente relevantes a efectos del tipo de manipulación operativa del art. 284.3 Cp. Sin duda el fundamento de las condiciones legales exigidas en estas operaciones es garantizar los niveles de transparencia necesarios para evitar deformaciones en la percepción de los niveles de oferta de un valor o instrumento por parte de los actores en el mercado. Sin embargo, los mensajes sobre los niveles de oferta enviados por las operaciones que se realizan sobre la base de instrumentos o valores efectivamente emitidos (ventas en corto cubiertas) son, al fin y al cabo, ajustados a los niveles de oferta reales de tales valores o instrumentos; la única particularidad es que la efectiva transmisión se aplaza para un momento posterior en el tiempo.

La exigencia de que estas operaciones sean de una cierta entidad coincide con la propuesta de algunos autores alemanes -recuérdese que en Alemania el tipo no exige la causación de un perjuicio o la obtención de un beneficio mínimos- de trazar el límite entre lo permitido y lo prohibido en materia de ventas en corto (descubiertas y no descubiertas) en el volumen de la negociación. Según estos autores, cuando los volúmenes sean muy altos y exista voluntad de manipular los precios, la venta en corto se debe considerar penalmente relevante, ya sea cubierta o descubierta⁹³. Aquí, como ya hemos apuntado, se reserva el reproche penal a las descubiertas.

En los EUA, la SEC ha utilizado como criterios (alternativos) para trazar la frontera entre lo prohibido y lo permitido en materia de *naked short selling*: a) que el operador (el vendedor V en nuestros ejemplos) no tenga la intención de "entregar" los instrumentos en el momento 4; o b) que el operador no sea capaz, por no tener el suficiente apalancamiento financiero, de hacer la entrega en el momento 4 en caso de que la operación no le resulte beneficiosa⁹⁴.

b) Concepto de información privilegiada

Existe una definición legal de este concepto en nuestro ordenamiento, concretamente en el art. 81.1 LMV:

«Se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación».

La definición se ve complementada por los párrafos que siguen al acabado de reproducir en el mismo art. 81.1 LMV, así como por la definición aportada por el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado. La definición de información privilegiada que se obtiene de ambas disposiciones viene a coincidir con la prevista por el art. 1(1) de la MAD y por los artículos 1 y 4 de las Directivas de desarrollo 2003/124/CE y 2004/72/CE, respectivamente. Esto significa que el concepto de información privilegiada se extiende a la información que, reuniendo las demás características previstas en el párrafo

⁹³ Véase Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, vor § 20a, nm. 151a nota 2. Algunos autores reservan este criterio a las ventas en corto *descubiertas*. Otros lo hacen extensible a las *cubiertas*.

⁹⁴ Véase SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, "*Naked*" Short Selling Antifraud Rule, de 17 de octubre de 2008 (consultable en <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>; última visita el 27 de septiembre de 2013).

arriba reproducido, se refiera a instrumentos financieros *derivados*, así como la información que, en relación con sus órdenes pendientes respecto de un instrumento financiero, un cliente transmite a la persona encargada de ejecutarlas.

De forma mayoritaria, la doctrina penal se remite a la definición legal acabada de reproducir para integrar este concepto⁹⁵. Cuatro son las notas que de forma destacada debe reunir la información. Debe tratarse de información concreta, de carácter reservado, referida a un instrumento financiero o a alguno de sus emisores y ser relevante para la cotización del correspondiente instrumento financiero.

Por información se entiende, en primer lugar, cualquier tipo de hecho externo objetivamente comprobable. Así, por ejemplo, el descubrimiento de un gen directamente relacionado con un extendido tipo de cáncer por parte del departamento de I+D de una empresa farmacéutica cotizada en bolsa. O el descubrimiento por parte de una petrolera cotizada de vastos yacimientos en una determinada zona previamente explorada sin éxito. Pero también debe considerarse información, al menos a los efectos del 284.3 Cp, determinados hechos internos, que pertenecen al ámbito de los pensamientos de las personas, como por ejemplo determinadas intenciones, planes o proyectos. Así, por ejemplo, la intención (aún no materializada ni exteriorizada públicamente) del presidente/a de un país de expropiar los yacimientos de una petrolera extranjera cotizada en la bolsa de su correspondiente país. O el proyecto de absorción de una empresa competidora que el presidente de una sociedad cotizada ha ideado hasta el último detalle y que está decidido a ejecutar⁹⁶. Por último, también caen en la definición de información (privilegiada) a los efectos del 284.2 y 3. Cp, valoraciones, juicios de valor y rumores contrastables⁹⁷.

Una información será lo suficientemente concreta para entrar en la definición de información privilegiada cuando indique «una serie de circunstancias que se dan, o pueda esperarse razonablemente que se den, o un hecho que se ha producido, o que pueda esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto de esa serie de circunstancias o hechos sobre los precios de los valores negociables o instrumentos financieros correspondientes o, en su caso, de los instrumentos financieros derivados relacionados con aquéllos»⁹⁸. De este modo, el concepto abarca tanto información sobre hechos ya producidos, como hechos por venir. En este último caso será necesario que la futura materialización del hecho sea altamente probable⁹⁹. Aunque habrá que tener en cuenta, no obstante, que el inversor experimentado a veces también

⁹⁵ Por todos véanse: QUINTANAR DÍEZ, *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, 2006, p. 55 y ss.; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, 4ª ed., 2013, pp. 353-355; BONILLA PELLA, en ORTIZ DE URBINA GIMENO (coord.), *Memento Práctico. Penal Económico y de la Empresa*, 2011, pp. 598 nm. 6560 y ss.

⁹⁶ HWSt-SCHRÖDER, 3ª ed., 2012, p. 1176 nms. 126-137.

⁹⁷ BAFIN, *Emittentenleitfaden*, 2009, p. 30; sobre el cumplimiento de la condición de concreción por parte de los rumores y de los procesos de decisión escalonados, véase la página 31.

⁹⁸ Artículo 1.1.IV RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. En este artículo se transpone el art. 1.1 de la Directiva 2003/124/CE.

⁹⁹ Propone como estándar objetivo la fórmula “überwiegend wahrscheinlich” (predominantemente probable), Park-HILGENDORF, *HK-Kapitalmarktrecht*, 3ª ed., 2013, §13 nm. 72.

da relevancia a hechos futuros cuya probabilidad de materialización no está para nada clara, pero que por sus graves consecuencias internaliza en su toma de decisión.

La información debe estar relacionada directa o indirectamente con un instrumento financiero o con su emisor. El hecho de que la definición incluya la información «indirectamente» relacionada con el instrumento o con el emisor, permite abarcar, con una interpretación estrictamente formal (gramatical), un abanico muy amplio de información, siendo difícil la fijación de límites claros entre lo penalmente relevante y lo irrelevante. Así, junto a la información interna de la empresa emisora (cuenta de resultados, situación financiera, etc.), cuya relación directa con la misma es indudable, se ha considerado información indirectamente relacionada con el emisor o con el instrumento financiero datos que afectan a toda una rama o sector de actividad, como por ejemplo las modificaciones en el precio de las materias primas que en el mismo se utilizan, sus niveles de demanda, o reformas normativas que le afectan de forma específica. Incluso datos generales del mercado, como los cambios en los tipos de interés, índices de demanda interna, niveles de inflación o algunos resultados electorales son incluidos entre la información indirectamente relacionada con un instrumento financiero o su emisor¹⁰⁰. Con una visión más restrictiva y más respetuosa con el principio de *fragmentariedad*, un sector de la doctrina ha propuesto restringir el alcance del concepto exigiendo que la información esté específicamente relacionada con el instrumento o su emisor¹⁰¹, sin perjuicio de que, en algunos casos, determinados datos generales del mercado o de un sector de actividad puedan considerarse específicamente relacionados con un instrumento o emisor (un resultado electoral e instrumentos derivados de deuda pública, por ejemplo).

Cuando una información relevante para la cotización de un instrumento no es conocida por el mercado en su conjunto, desde una perspectiva de actividad inversora los pocos que sí la conocen se encuentran en una situación “privilegiada” respecto de los demás. Para hablar de información privilegiada es preciso que no sea pública, esto es, que se trate de información reservada. La delimitación entre lo público y lo reservado es tarea ciertamente compleja. En cualquier caso, es imperativo adoptar una perspectiva fáctica¹⁰², pues la presunción normativa *iuris et de iure* de reserva (o de ausencia de publicación) bajo determinadas circunstancias (por ejemplo cuando no se han utilizado determinados medios de comunicación, o cuando no se ha cumplido el deber de comunicación a la autoridad competente) sería vulneradora tanto del principio de lesividad, por presumir el carácter reservado de una información que fácticamente quizá no lo sea, por lo que su utilización no puede vulnerar el bien jurídico protegido, como del principio de presunción de inocencia, por tratarse de una presunción *iuris et de iure* contraria a reo. Atendiendo a la finalidad perseguida por el delito del art. 284.3, a saber, que determinados inversores no se aprovechen de su posición ventajosa en un escenario de asimetría informativa en el mercado, el criterio de delimitación entre lo público y lo reservado deberían ser los conocimientos del inversor razonable. Cuando éste sepa que puede acceder a una determinada información, la misma no podrá ser considerada información reservada y, por lo tanto,

¹⁰⁰ En Alemania, p.e., BAFIN, *Emittentenleitfaden*, 2009, p. 32-33. En España, véase VEGA GUTIÉRREZ, *Mercado de valores en Derecho penal*, 2013, p. 243-245.

¹⁰¹ Park-HILGENDORF, *HK-Kapitalmarktstrafrecht*, 3ª ed., 2013, §13 nm.105.

¹⁰² Park-HILGENDORF, *HK-Kapitalmarktstrafrecht*, 3ª ed., 2013, §13 nm. 96-98.

privilegiada. Y ello independientemente de si se han cumplido o no los deberes y formalidades en materia de transparencia exigidos por la normativa extra-penal. En cualquier caso, no basta con la publicación del hecho en cualquier página web del Internet, con su comunicación en una conferencia de prensa con analistas o en una junta general de accionistas. Es necesario, por el contrario, que la comunicación se lleve a cabo a través de un medio ampliamente accesible y extendido entre los inversores razonables¹⁰³. Sin perjuicio de que los lapsos de tiempo que pueden ser necesarios para considerar que la información ha penetrado lo suficiente en el mercado y ha sido digerida por sus participantes dependen del tipo y complejidad de cada información, los márgenes que normalmente suelen manejarse son de 12 a 24 horas desde el acto de publicación¹⁰⁴.

El último requisito configurador del concepto de información privilegiada es el de la relevancia para el precio de cotización de un instrumento financiero. La información se considerará privilegiada –siempre que concurren los demás requisitos– cuando «de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización [la de los valores negociables o instrumentos financieros] en un mercado o sistema organizado de contratación».

La idoneidad de la información para alterar el precio de cotización habrá que valorarse *ex ante*, en atención a la función preventiva de la pena. Si lo que se pretende es dirigir conductas para proteger bienes jurídicos, lo prohibido o permitido debe quedar determinado antes de la efectiva lesión o puesta en peligro del bien jurídico¹⁰⁵. Y la perspectiva a adoptar será la de un inversor razonable. Lo de «razonable» resulta ambiguo. En un intento de concreción, el art. 1(2) Directiva 2003/124/CE, establece que se entenderá como información con capacidad de producir un efecto significativo en el precio de un instrumento financiero «la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión». En la medida en que la Directiva se refiere a un inversor que toma decisiones de inversión, en plural, se defiende que por inversor razonable debe entenderse inversor versado en bolsa¹⁰⁶ (o en mercados financieros). En cualquier caso, tampoco tendría mucho sentido tomar como referente un inversor inexperto cuyas decisiones de inversión no responden a criterios de racionalidad o, en cualquier caso, a los parámetros de “racionalidad” sobre los que descansa la teoría de los mercados como instrumento eficiente de formación de precios y asignación de recursos. Lo que la norma penal puede y debe proteger es el correcto funcionamiento de un mercado integrado por emisores e inversores racionales¹⁰⁷, lo que presupone una mínima diligencia formativa e informativa por parte de éstos.

¹⁰³ Park-HILGENDORF, *HK-Kapitalmarktstrafrecht*, 3ª ed., 2013, §13 nm. 99 y ss.

¹⁰⁴ VEGA GUTIÉRREZ, *Mercado de valores en Derecho penal*, 2013, p. 252 nota 120.

¹⁰⁵ MIR PUIG, «La perspectiva *ex ante* en Derecho penal», en MIR PUIG, *El Derecho penal en el estado social y democrático de derecho*, 1994, p. 93 y ss., 95: «Las normas pretenden regular las conductas de los ciudadanos y de los jueces. Para conseguirlo, las normas tendrán que incidir en un momento en que los ciudadanos y los jueces estén a tiempo de adaptar sus conductas a lo pretendido por la ley».

¹⁰⁶ Park-HILGENDORF, *HK-Kapitalmarktstrafrecht*, 3ª ed., 2013, §13 nm. 109; HWSSt-SCHRÖDER, 3ª ed., 2012, p. 1180 nm. 148.

¹⁰⁷ Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, vor § 20a, nm. 38b y ss.

Por lo demás, habrá que tener también en cuenta el grado de susceptibilidad o volatilidad del mercado en el día en que se lleven a cabo las conductas de manipulación en cuestión¹⁰⁸.

El artículo 82 LMV impone un deber de publicación y difusión de la información relevante a los emisores de valores. La Orden EHA 1421/2009, de 1 de junio, por la que se desarrolla el art. 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante, proporciona a los emisores una serie de criterios a tener en cuenta para la identificación de la información relevante. A saber:

- a) La magnitud relativa del hecho, decisión o conjunto de circunstancias en la actividad del emisor.
- b) La relevancia de la información en relación con los factores determinantes del precio de los valores emitidos, distinguiendo en particular si se trata de valores de renta fija o de renta variable.
- c) Las condiciones de cotización de los valores emitidos.
- d) El hecho de haber considerado relevante en el pasado información de tipo similar o que los emisores del mismo sector o mercado la publiquen habitualmente como relevante.
- e) El efecto de variación en los precios que tuvo la información del mismo tipo difundida en el pasado.
- f) La importancia que otorgan los análisis externos existentes sobre el emisor a ese tipo de información.
- g) La existencia de indicios racionales, en el supuesto de que se produzca una evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios negociados durante las fases de estudio o negociación de cualquier tipo de operación jurídica o financiera que pueda influir de manera apreciable en la cotización de los valores o instrumentos financieros afectados, de que dicha evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación».

En el anexo de la Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante, se incluye, a modo de ejemplo, una relación de supuestos que pueden considerarse información relevante a considerar en función de la tipología de instrumentos financieros emitidos. A continuación se reproducen tan solo algunos de ellos: acuerdos estratégicos; transformaciones, fusiones o escisiones; ofertas públicas de adquisición de valores; acuerdos de modificación del capital social; pactos parasociales o que supongan cambio en el control; información sobre dividendos; cambios en la política de inversión; programas de recompra, *block trades*, estabilización, contratos de liquidez y contratos de contrapartida; avance de resultados; alteraciones en la cifra de negocios y resultados atípicos; cambios en la valoración de activos y pasivos; insolvencia de deudores o proveedores; etc.

Por respeto al principio de *fragmentariedad* se propone que solamente se consideren relevantes las informaciones que, *ex ante*, sean idóneas para alterar de forma significativa el precio de cotización de un instrumento financiero¹⁰⁹. Se entiende que este requisito debe servir para excluir del ámbito de aplicación del 284 los supuestos bagatelarios. De este modo quedaría fuera del ámbito de aplicación del 284 Cp la información que puede alterar el precio de cotización (y generar beneficios o provocar perjuicios) solamente de forma poco perceptible. En este sentido, se han

¹⁰⁸ HWSt-SCHRÖDER, 3ª ed., 2012, p. 1179 nm. 146.

¹⁰⁹ HWSt-SCHRÖDER, 3ª ed., 2012, p. 1182 nm. 153.

propuesto cifras concretas de relevancia penal, que han ido desde una modificación mínima del 2%, al alza o a la baja, hasta el 10%. Sin embargo, con estos criterios se incurre en problemas tanto de sobre como de infrainclusión, pues no se tiene en cuenta la profundidad de la negociación del instrumento, dejando fuera, por ejemplo, modificaciones del 1% del precio de acciones con volúmenes de negociación millonarios¹¹⁰. Por otro lado, criterios más flexibles, basados en la influencia en el proceso de decisión del inversor versado, son demasiado vagos como para ofrecer criterios claros de delimitación¹¹¹. Por ello, y con base en una deseable y exigible coherencia valorativa interna del art. 284 Cp, quizá los 300.000 euros de beneficio o perjuicio exigidos en el parágrafo segundo (284.2) podrían servir como referente interpretativo válido en un esfuerzo para concretar algo más esta propuesta de restricción. Así, cabría sostener que la frontera de lo penalmente relevante en el 284.3 se encuentra en la idoneidad de la información para provocar alteraciones de los precios de cotización capaces de generar beneficios o pérdidas por valor de 300.000 euros o superior.

2. El proyecto de Directiva de obligación de criminalizar los abusos del mercado financiero

2.1. Introducción

Los estragos de la crisis financiera aflorada en 2007 también han afectado la política criminal de la UE. En virtud del art. 83(2) TFUE, la Comisión ha propuesto una Directiva en la que se obligaría a los Estados miembros a tipificar una serie de conductas constitutivas de abuso de mercado. Conductas cuya descripción, por lo demás, está lejos de ser clara y concreta, con un potencial ámbito de aplicación ciertamente amplio y de límites inciertos, por lo que su compatibilidad con el principio de legalidad material (taxatividad) no es para nada evidente. Paradójicamente, se trataría –según la comunicación de la Comisión– de un paquete de normas penales “mínimas” (!) para garantizar la vigencia de la normativa comunitaria en materia de abuso de mercado, en el marco de la política de integración de los mercados (arts. 26, 114 TFUE).

La Comisión justifica la imposición de la obligación de criminalizar estas conductas a los Estados miembros en los déficits de observación de la normativa de la Unión en materia financiera, en particular en materia de abuso de mercado. Problemas de aplicación que habrían quedado demostrados por la crisis financiera que aún hoy estamos padeciendo. La heterogeneidad y la debilidad –entendida como benignidad en las sanciones– de los regímenes sancionadores existentes en los distintos Estados miembros se considerarían las principales causas de la falta de observancia de la normativa comunitaria¹¹².

¹¹⁰ Park-HILGENDORF, *HK-Kapitalmarktstrafrecht*, 3ª ed., 2013, §13 nm. 112.

¹¹¹ Park-HILGENDORF, *HK-Kapitalmarktstrafrecht*, 3ª ed., 2013, §13 nm. 113.

¹¹² LAROSIÈRE *et al.* (2009), *Report of the high-level group on financial supervision in the EU*, Bruselas, 25 de febrero, nm. 84; COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación sobre la necesidad de fortalecer los regímenes sancionadores en el sector financiero* (COM(2010) 716 final), Bruselas, 8 de diciembre, p. 6 y ss.

El grado de vigencia de una norma (primaria) depende de múltiples factores: a) la existencia de una norma secundaria que permita u obligue sancionar la inobservancia de la primaria; b) la capacidad preventivo-intimidatoria (naturaleza y entidad) de las sanciones con las que se castiga su inobservancia, c) el grado de certeza en la aplicación de la sanción¹¹³, d) el grado de coincidencia del contenido de la norma con los códigos morales de sus destinatarios¹¹⁴, etc. No obstante, la UE parece haberse centrado, casi exclusivamente, en el segundo factor: la aparente escasa capacidad preventivo-general de las sanciones con las que se castiga la inobservancia de la normativa comunitaria en materia de abuso de mercado. Ciertamente, tenemos un serio problema si las instituciones de la UE creen que cumplen con su deber de velar por un mercado financiero más integrado, más estable y más eficiente (art. 114 TFUE) con la mera aprobación de más regulación y con la imposición de sanciones más graves. Porque por muy loables que sean los esfuerzos destinados a elaborar nuevas regulaciones más profundas y detalladas, de forma ejemplarmente participativa, al final, después de todos estos esfuerzos, seguimos con el problema de siempre y verdaderamente fundamental: la falta de aplicación de la regulación.

Es de agradecer a las instituciones de la UE la solicitud de interesantes informes de expertos antes de proceder al ejercicio de la política criminal, como por ejemplo el informe sobre las causas de la crisis financiera y las posibles soluciones de cara al futuro (informe LAROSIÈRE), o el informe sobre las medidas y sanciones administrativas y las sanciones penales existentes en los Estados miembros en materia de abuso de mercado, elaborado por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR/08-099). Sin embargo, de cara a evaluar la necesidad de imponer una intervención penal armonizada desde la UE en este ámbito, habría sido más conveniente evaluar el grado de aplicación efectivo de la normativa nacional de implementación del Derecho de la UE en materia de abuso de mercado y preguntarse si, más bien, el problema no es de falta de prohibiciones y sanciones adecuadas sino, más bien, de falta de aplicación de las mismas. Precisamente en España, por ejemplo, todas las conductas prohibidas por la Directiva 2003/6/CE se encuentran administrativamente castigadas en los arts. 80 a 83 quáter y 95 a 107 ter de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, con sanciones de verdadera entidad, tanto para personas físicas como jurídicas: multas de hasta 600.000 euros, revocación de licencia, suspensión de actividad, etc. No obstante, desde el año 2006 hasta el 2012, el número total de expedientes sancionadores cerrados por conductas de manipulación del mercado por parte de la CNMV, autoridad nacional competente en materia inspectora y sancionadora en el mercado financiero (también llamado de inversión o de valores), ha sido de 4: uno en el año 2006, ninguno durante los años comprendidos entre el 2007 y el 2010, uno en el 2009 y dos en el 2010^{115 116}.

Por eso, a menos que se demuestre que, a pesar de una aplicación intensa de la normativa administrativa sancionadora de los Estados miembros en materia de abuso de mercado, el grado

¹¹³ SILVA SÁNCHEZ, *Aproximación al Derecho penal contemporáneo*, 2ª ed., 2010, p. 389 y ss.

¹¹⁴ SILVA SÁNCHEZ, *Aproximación al Derecho penal contemporáneo*, 2ª ed., 2010, p. 356.

¹¹⁵ Véanse los informes anuales de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación de los años 2006 a 2012 (consultable en: <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Informes.aspx>; última visita 16.7.2013).

¹¹⁶ Advierten de la insuficiencia inspectora y sancionadora de las autoridades nacionales: la COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación sobre la necesidad de fortalecer los regímenes sancionadores en el sector financiero* (COM(2010) 716 final), Bruselas, 8 de diciembre de 2010, p. 9; LAROSIÈRE *et al.*, *Report of the high-level group on financial supervision in the EU*, Bruselas, 25 de febrero, p. 85.

de inobservancia de las directrices comunitarias en esta materia sigue siendo muy elevado, la imposición de la obligación de criminalizar tales conductas no puede ser sino vulneradora del *principio de subsidiariedad* o, probablemente mejor, del *principio de proporcionalidad*, previstos en el art. 5(3) y (4) TUE, respectivamente. Principios que la propia Comisión ha reconocido que debe respetar en la ejecución de sus competencias en materia de política criminal¹¹⁷ y cuya eventual inobservancia por parte de las instituciones comunitarias debería someterse al examen del TJUE. Legitimados activos para impugnar ante el TJUE los actos legislativos de las instituciones de la UE (una directiva, p.e.) lo están tanto el estado español (art. 263(2) TFUE) como cualquier persona natural o jurídica (art. 263(4) TFUE). En este último caso, sin embargo, es necesario que el acto legislativo (la directiva, en nuestro caso) afecte a la persona de forma directa e individual. La afectación directa se ha entendido, entre otros matices, en el sentido de alteración de la posición jurídica de la persona por la aplicación del acto legislativo contestado sin la intermediación de otros actos legislativos (actos de implementación, p.e.)¹¹⁸. Las directivas comunitarias precisan, justamente, de un acto legislativo de implementación por parte de los estados miembros. No obstante, es cierto que el proyecto de directiva comentado parece dejar poco margen de maniobra a los estados miembros, pues les obliga a prohibir penalmente unas conductas muy determinadas, cuya redacción en la directiva se corresponde con la que puede tener cualquier tipo penal de la parte especial del Código penal, salvo por la falta de previsión de la pena asignada. Así pues, si la propuesta de directiva llegara a aprobarse en los términos en los que actualmente está redactada en lo que respecta a la obligación de castigar las conductas descritas en el proyecto y el estado español la implementara sin modificación alguna de las descripciones típicas, cabría considerar la posibilidad de que una persona física o jurídica española planteara cuestión prejudicial de validez (art. 267 TFUE) al juez penal que hubiera decidido imputarla en un proceso penal por este delito¹¹⁹. Bien es cierto que si el estado español implementara la directiva (tal y como está hoy proyectada) sin modificación alguna, podría entenderse que la convalida, por lo que ya no tendría sentido hablar de vulneración del principio de subsidiariedad. Pero esta ya no es una cuestión procesal relativa a los requisitos de admisibilidad de la acción de impugnación por parte de las personas naturales o jurídicas (art. 263(4) TFUE), sino una cuestión relativa al fondo del asunto, esto es, a si se ha vulnerado o no el principio de subsidiariedad (art. 5(3) TUE).

2.2. Detalles de la propuesta de Directiva de criminalización

El art. 4 de la propuesta de Directiva impone a los Estados miembros la obligación de criminalizar las siguientes conductas de manipulación del mercado, cuando se cometan dolosamente:

¹¹⁷ COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. 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, Bruselas, 20 de septiembre).

¹¹⁸ CHALMERS/DAVIES/MONTI, *European Union Law*, 2ª ed., 2010, pp. 396-438, p. 416.

¹¹⁹ MANGAS MARTÍN/LIÑÁN NOGUERAS, *Instituciones y Derecho de la Unión Europea*, 7ª ed., 2012, pp. 445-450, p. 449, pp. 457 y ss., p. 457.

«(a) Transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero o de un contrato al contado de materias primas relacionado con él.

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

(c) Efectuar una transacción, dar una orden de negociación o realizar cualquier otra actividad en los mercados financieros que afecte al precio de uno o varios instrumentos financieros o de un contrato al contado de materias primas relacionado con ellos, que emplee dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio.

(d) Difundir información que transmita señales falsas o engañosas acerca de instrumentos financieros o de contratos al contado de materias primas relacionados con ellos, cuando la persona que difunde esa información obtenga con ello una ventaja o un beneficio, para sí misma o para otras personas».

A lo que el art. 5 añade lo que sigue:

«1. Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para asegurarse de que la incitación a cometer las infracciones penales mencionadas en los artículos 3 y 4, así como la complicidad en ellas, sean sancionables como infracciones penales.

2. Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para asegurarse de que la tentativa de cometer cualquiera de las infracciones mencionadas en el artículo 3, letra a), y en el artículo 4, letras a), b) y c) sea sancionable como infracción penal».

La amplitud de la criminalización propuesta contrasta con la laxitud del análisis sobre su necesidad. Como se habrá advertido, los tipos formulados por la Comisión son significativamente más amplios que los actualmente vigentes en el ordenamiento jurídico español. Así, la prohibición de *manipulación informativa* prevista en el art. 4(d), equivalente del tipo previsto en el art. 284.2 Cp vigente, prescinde del elemento subjetivo especial (con el fin de alterar o preservar el precio de cotización), del beneficio o perjuicio superior a 300.000 euros y de las concretas características de la información (*noticias o rumores* con datos económicos sobre personas o empresas) actualmente exigidos. De este modo el tipo se configura como de peligro abstracto y en virtud del art. 5 debería castigarse, también, en caso de imperfecta ejecución. Por su parte, las prohibiciones de *manipulaciones operativas* previstas en las letras (a) a (c) del art. 4, equivalentes funcionales del actual art. 284.3 Cp, prescinden también de varios de los elementos que distinguen a este tipo del ilícito jurídico-administrativo, a saber, el uso de información privilegiada exigida en las dos submodalidades previstas en el parágrafo .3 y el aseguramiento de una posición dominante en el mercado, así como el elemento subjetivo especial de actuar con la finalidad de fijar los precios en niveles anormales o artificiales, exigidos en la segunda submodalidad.

Configurados en tales términos, si los tipos penales propuestos por la Comisión en la Directiva proyectada se transponen en el ordenamiento jurídico español sin modificación alguna en el sentido de introducir requisitos adicionales de relevancia penal que restrinjan su ámbito de aplicación, o en el de disminuir las penas que los tipos vigentes tienen asignadas, se hará

necesario formular la restricción de su ámbito de aplicación por vía interpretativa. En esa tarea las propuestas interpretativas del art. 284.3 Cp aquí presentadas y que, con la redacción actual, solamente tienen valor de *lege ferenda*, cobrarían todo su sentido como propuestas de interpretación de *lege lata* de los tipos de manipulación operativa previstos en el art. 4(a) a (c) de la propuesta de Directiva (COM (2011) 654 final)¹²⁰, dotándoles de un contenido de antijuridicidad material suficiente como para legitimar las penas que en la regulación vigente les son asignadas.

Listado de Bibliografía

BUNDESANSTALT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGS-AUFICHT, *Emittentenleitfaden* (2009), 14 mayo. (Citado: BAFIN, *Emittentenleitfaden*, 2009)

Stefan BURGER, *Untreue (§ 266 StGB) durch das Auslösen von Sanktionen zu Lasten von Unternehmen*, 2007, Centaurus Verlag, Herbolzheim.

Miguel BAJO FERNÁNDEZ (1978), *Derecho penal económico aplicado a la actividad empresarial*, Civitas, Madrid.

Miguel BAJO FERNÁNDEZ/Silvina BACIGALUPO SAGGESE (2010), *Derecho penal económico*, Ramón Areces, Madrid, 2ª edición.

José BONILLA PELLA (2011), «Capítulo 19. Maquinaciones para alterar el precio de las cosas», en Íñigo ORTIZ DE URBINA GIMENO (coord.), *Memento Práctico. Penal Económico y de la Empresa 2011-2012*, Francis Lefebvre, Madrid, pp. 591-595.

Santiago B. BRAGE CENDÁN (2001), *Los delitos de alteración de precios. Especial referencia a los artículos 262, 281 y 284 Cp*, Comares, Granada.

Damian CHALMERS/Gareth DAVIES/Giorgio MONTI (2010), *European Union Law*, 2ª ed., Cambridge University Press, Cambridge.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2008), *Acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV en relación con las ventas en corto descubiertas*, 22 de septiembre.

- *Informes anuales sobre los mercados de valores y su actuación* (consultable en: <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Informes.aspx>; última visita 16.7.2013).

COMISIÓN EUROPEA (2011), *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones de información privilegiada y la manipulación del mercado* (COM(2011) 654 final), Bruselas, 20 de octubre.

¹²⁰ COMISIÓN EUROPEA (2011), *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones de información privilegiada y la manipulación del mercado* (COM(2011) 654 final), Bruselas, 20 de octubre.

- (2011) *Commission Staff Working Paper - Impact Assessment accompanying the document "Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Markets in Financial Instruments and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Financial Instruments"* (SEC(2011) 1226 final), Bruselas, 20 de octubre. (Citado: COMISIÓN EUROPEA, *Impact Assessment on MiFID and MiFIR* (SEC(2011) 1226 final))

- (2011), *Commission Staff Working Paper - Impact Assessment accompanying the document "Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) and the proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider trading and market manipulation"* (SEC(2011) 1217 final), Bruselas, 20 de octubre. (Citado: COMISIÓN EUROPEA, *Impact Assessment on MAR and CRMAD*, SEC(2011) 1217 final, Bruselas, 20 de octubre).

- (2011), *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. 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, Bruselas, 20 de septiembre).

- (2010), *Comunicación sobre la necesidad de fortalecer los regímenes sancionadores en el sector financiero* (COM(2010) 716 final), Bruselas, 8 de diciembre.

- (2010), *Impact Assessment on Short Selling and certain aspects of CDS* (SEC(2010) 1055), Bruselas, 15 de septiembre.

Cani FERNÁNDEZ VICIÉN/Josep M^a PARET PLANAS/Marta VENTURA (2002), «¿Pueden ir a prisión los directivos españoles por la comisión de conductas anticompetitivas llevadas a cabo por su empresa?», *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y de la Competencia* (218), marzo/abril, pp. 35-49.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2009), *Short selling, discussing paper 09/1*. (http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp09_01.pdf; última visita 24.7.13)

Wolfgang FRISCH (2004), *Comportamiento típico e imputación del resultado*, (1988; traducción: Cuello Contreras/Serrano González de Murillo), Marcial Pons, Madrid.

Antonio GARCÍA-PABLOS DE MOLINA (1981), «Sobre la figura del delito de maquinaciones para alterar los precios (naturales) de las cosas», *Cuadernos de Política Criminal*, (14), pp. 221-244.

Antonio GILI PASCUAL, «Pago de comisiones en el ámbito de los negocios y kick-backs: entre la administración desleal, la apropiación indebida y la corrupción privada», *CPC* (109), 2013, pp. 45-107.

Carlos GÓMEZ-JARA DÍEZ (2011), «La reforma del art. 284 del Código penal: menos maquinación y más manipulación», en Julio DÍAZ-MAROTO VILLAREJO (dir.), *Estudios sobre las reformas del Código*

penal (operadas por las LO 5/2010, de 22 de junio, y 3/2011, de 28 de enero), Civitas, Madrid, pp. 407-423.

Manuel GÓMEZ TOMILLO (2010), «Artículo 284 Cp», en EL MISMO (dir.), *Comentarios al Código penal*, Lex Nova, Valladolid, pp. 1094-1102.

Eric HILGENDORF (2013), «§ 13 WpHG Insiderinformation», en Tido PARK (ed.), *Kapitalmarktstrafrecht. Handkommentar*, Nomos, Baden-Baden, 3ª edición. (Citado: Park-HILGENDORF, *HK-Kapitalmarktstrafrecht*, 3ª ed., 2013, § 13)

Günther JAKOBS (2012), *System der strafrechtlichen Zurechnung*, Klostermann, Frankfurt am Main.

- (1996), *La imputación penal de la acción y de la omisión* (traducción: Javier Sánchez-Vera Gómez-Trelles), Universidad Externado de Colombia, Bogotá.

Jacques de LAROSIÈRE *et al.* (2009), *Report of the high-level group on financial supervision in the EU*, Bruselas, 25 de febrero. (Consultable en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf; última visita 11.10.2013).

Alistair LINDSAY/Nicholas SCOLA (2008), «Market Definition», en Peter ROTH/Vivien ROSE (ed.), *European Community Law of Competition* (Bellamy & Child), Oxford University Press, Oxford, 6ª edición, pp. 239-301.

Araceli MANGAS MARTÍN/Diego J. LIÑÁN NOGUERAS (2012), *Instituciones y Derecho de la Unión Europea*, Tecnos, Madrid, 7ª edición.

Carlos MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ (2013), *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, Tirant lo Blanch, Valencia, 4ª edición.

- (2002), «El delito de maquinaciones para alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia (art. 284)», en Luis Ramón RUIZ RODRÍGUEZ (ed.), *Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores. Actas del II Seminario Internacional de Derecho Penal Económico*, Tirant lo Blanch, Valencia, pp. 91-113.

Blanca MENDOZA BUERGO (2010), «Operaciones para alterar los precios y manipulación del mercado», en Fernando MOLINA FERNÁNDEZ (coord.), *Memento práctico penal*, Francis Lefebvre, Madrid, pp. 1089-1093.

Santiago MIR PUIG (2011), *Derecho penal. Parte general*, Reppertor, Barcelona, 9ª edición.

- (1994), «La perspectiva *ex ante* en Derecho penal», en MIR PUIG, *El Derecho penal en el estado social y democrático de derecho*, Ariel, Barcelona.

Óscar MORALES GARCÍA (2011), «Art. 284 Cp», en Gonzalo QUINTERO OLIVARES (dir.), *Comentarios a la parte especial del Derecho penal*, Aranzadi, Cizur Menor, 9ª edición, pp. 901-913.

Antonio MORENO CÁNOVES/Francisco RUIZ MARCO (1996), *Delitos socioeconómicos*, Edijus, Zaragoza.

OFFICE OF FAIR TRADE - United Kingdom (2004), *Market definition. Understanding Competition Law*.

Nuria PASTOR MUÑOZ/Ivó COCA VILA, *El nuevo delito de administración desleal*, Atelier, en prensa.

Manuel QUINTANAR DÍEZ (2006), *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, CESEJ, Madrid.

Gonzalo QUINTERO OLIVARES (2011), «Arts. 262, 281, 284, 285 Cp», en EL MISMO (dir.), *Comentarios a la parte especial del Derecho penal*, Aranzadi, Cizur Menor, 9ª edición, pp. 751-929.

Ricardo ROBLES PLANAS (2013), «Deberes positivos y negativos en Derecho penal», *InDret* 4/2013.

- (2012), «La identidad de la dogmática jurídico-penal», *ZIS*, (2), pp. 134-142.

Claus ROXIN (2006), *Strafrecht. Allgemeiner Teil*, Beck, München, 4ª edición.

- (1997), *Derecho penal. Parte general*, t.I, (traducción de la 2ª ed. alemana de 1994: Luzón Peña *et al.*), Civitas, Madrid.

Dulce SANTANA VEGA/Víctor GÓMEZ MARTÍN (2010), «Artículo 284 Cp», en Mirentxu CORCOY BIDASOLO/Santiago MIR PUIG (dir.), *Comentarios al Código penal. Reforma LO 5/2010*, Tirant lo Blanch, Valencia, pp. 626-629.

Aníbal SÁNCHEZ ANDRÉS (2008), *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Aranzadi, Cizur Menor.

Javier SÁNCHEZ-VERA GÓMEZ-TRELLES (2002), *Delito de infracción de deber y participación delictiva*, Marcial Pons, Madrid.

Christian SCHRÖDER (2012), «2. Kapitel. Straf- und Bussgeldtatbestände im BörsG und WpHG», en Hans ACHENBACH/Andreas RANSIEK (eds.), *Handbuch Wirtschaftsstrafrecht*, C.F. Müller, Heidelberg, 3ª edición, pp. 1134-1212. (Citado: HWSt-SCHRÖDER, 3ª ed., 2012, p. nm.)

Bernd SCHÜNEMANN (1994), «Las reglas de la técnica en Derecho penal», *ADPCP*, (47), pp. 307-341.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2008), "Naked" Short Selling Antifraud Rule, de 17 de octubre de 2008. (Consultable en <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>; última visita el 27 de septiembre de 2013).

Jesús-María SILVA SÁNCHEZ (2010), *Aproximación al Derecho penal contemporáneo*, BdF, Montevideo, 2ª edición.

- (2005), *El nuevo escenario del delito fiscal en España*, Atelier, Barcelona.

- (1999), «Artículo 11», en Manuel COBO DEL ROSAL (dir.), *Comentarios al Código penal*, t. I, Edersa, Madrid, pp. 441-488.

Jesús-María SILVA SÁNCHEZ/Ricardo ROBLES PLANAS/Carlos GÓMEZ-JARA DÍEZ (2011), «Capítulo 14. Propiedad intelectual e industrial, mercado y consumidores», en Jesús-María SILVA SÁNCHEZ (dir.), *El nuevo código penal. Comentarios a la reforma*, La Ley, Las Rozas, pp. 377-438.

Günter STRATENWERTH/Lothar KUHLEN (2011), *Strafrecht Allgemeiner Teil. Die Straftat*, Franz Valen, München, 6ª edición.

Carlos J. SUÁREZ GONZÁLEZ (1997), «Difusión de noticias falsas, empleo de violencia, amenaza o engaño, o utilización de información privilegiada para alterar los precios del mercado», en Bernardo DEL ROSAL BLASCO (dir.), *Delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores*, CGPJ, Madrid, pp. 13-34.

- (1997), «Art. 285 Cp», en Gonzalo RODRÍGUEZ MOURULLO (dir.), *Comentarios al Código penal*, Civitas, Madrid, pp. 822-825.

U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE & FEDERAL TRADE COMMISSION (2010), *Horizontal Merger Guidelines*, de 19 de agosto.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (n.c.), «Microcap stock: a guide for investors», consultable en <http://www.sec.gov/investor/pubs/microcapstock.htm> (última visita el 17.7.2013).

- (2008), "Naked" Short Selling Antifraud Rule, de 17 de octubre de 2008 (Consultable en <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>; última visita el 27 de septiembre de 2013).

Zamyra VEGA GUTIÉRREZ (2013), *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: "Insider Trading"*, Edisofer, Madrid.

Joachim VOGEL (2012), «Vor § 20a», en Heinz-Dieter ASSMANN/Uwe H. SCHNEIDER (ed.), *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, Otto Schmidt, Köln, 6ª edición, pp. 803-831. (Citado: Assmann/Schneider-VOGEL, *WpHG*, 6ª ed., 2012, vor § 20a, nm.)

Carlos ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ (2011), *Los delitos bursátiles*, La Ley, Madrid.

Fernando ZUNZUNEGUI PASTOR (2005), *Derecho del mercado financiero*, Marcial Pons, Madrid, 3ª edición.

Listado de jurisprudencia y otras resoluciones citadas

a) Resoluciones de órganos jurisdiccionales españoles:

<i>Tribunal y fecha</i>	<i>Nº de recurso</i>	<i>Magistrado ponente</i>
STC, 24..2.2004	24/2004	Pérez Vera
ATS, 2ª, 6.6.2013	20253/2013	Maza Martín
STS, 2ª, 19.5.2011	11166/2010	Berdugo Gómez de la Torre
STS, 2ª, 11.3.2010	1768/2009	Colmenero Menéndez de Luarca
STS, 2ª, 26.10.2009	10339/2009	Monterde Ferrer
STS, 2ª, 11.5.2004	447/2003	Saavedra Ruiz
STS, 2ª, 26.4.1997	3251/1995	Martín Canivell
STS, 2ª, 11.11.1983	n.c.	Rodríguez López
STS, 2ª, 2.10.1979	n.c.	García Miguel
AJCI, 30.8.2011	46/2011	Moreno Chamarro
SAP Madrid, 21.2.2001	129/1997	Martínez Lázaro
AAP Madrid, 5.11.2012	487/2012	Casado Pérez
SAP A Coruña, 12.2.2002	167/2001	Sánchez Herrero

b) Resoluciones de la Comisión Nacional de la Competencia

<i>Órgano y fecha</i>	<i>Nº de expediente</i>	<i>Nombre del caso</i>
CNC, 8.2.2012	S/207/09	“Transporte de televisión”
CNC, 30.7.2013	S/0380/11	“Coches de alquiler”