

CARLOS GÓMEZ-JARA DÍEZ

**LA PROTECCIÓN PENAL
TRANSNACIONAL DE LOS
MERCADOS FINANCIEROS**

Prólogo de
Juan Sánchez-Calero

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO
2014

ÍNDICE

	Pág.
PRÓLOGO , por Juan Sánchez-Calero.....	13
ABREVIATURAS	17
PRESENTACIÓN	19
INTRODUCCIÓN	23

CAPÍTULO I EL ORDENAMIENTO ESTADOUNIDENSE COMO SISTEMA DE PROTECCIÓN TRANSNACIONAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: LUCES Y SOMBRAS

1. INTRODUCCIÓN.....	29
2. EL CASO <i>MORRISON V. NATIONAL BANK OF AUSTRALIA</i> Y EL NUEVO TEST «TRANSACCIONAL».....	30
3. EL DEBATE ESTADOUNIDENSE POSTERIOR AL CASO <i>MORRISON</i>	36
4. ALGUNOS SUPUESTOS DE PROTECCIÓN TRANSNACIONAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	39
5. LA REACCIÓN DEL CONGRESO ESTADOUNIDENSE: LA SECCIÓN 929P DE LA LEY DODD-FRANK	46
6. EL FUTURO INCIERTO: LA PROTECCIÓN DEL MERCADO PRIMARIO, LOS PROYECTOS DE FUSIÓN ENTRE MERCADOS CO-TIZADOS TRANSNACIONALES Y LA POTESTAD DEL REGULADOR.....	48

CAPÍTULO II
EL ORDENAMIENTO EUROPEO COMO SISTEMA
DE PROTECCIÓN TRANSNACIONAL
DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

1.	INTRODUCCIÓN: EL PERIODO DE CRISIS FINANCIERA 2008-2012 Y LA NECESIDAD DE UNA PROTECCIÓN EUROPEA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	51
2.	LA COMPETENCIA DE LA UNIÓN EUROPEA PARA PROPORCIONAR UNA PROTECCIÓN PENAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	55
3.	LA NUEVA POLÍTICA CRIMINAL EUROPEA	59
4.	LA RECIENTE DIRECTIVA SOBRE SANCIONES PENALES APLICABLES A LAS OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y LA MANIPULACIÓN DE MERCADO.....	61
5.	LA ESMA Y LA PROGRESIVA TRANSFERENCIA DE COMPETENCIAS POR PARTE DE LAS AUTORIDADES REGULADORAS NACIONALES.....	67
6.	LA CONFLUENCIA DE LA PROTECCIÓN ESTADOUNIDENSE Y EUROPEA: EL RECIENTE CASO DE LA MANIPULACIÓN DEL LIBOR Y EL INICIO DEL CASO DE LA MANIPULACIÓN DEL FOREX	72

CAPÍTULO III
EL ORDENAMIENTO ESPAÑOL: INFLUENCIA
DE LA PROTECCIÓN PENAL TRANSNACIONAL
EN LA INTERPRETACIÓN DE LAS NORMAS
PENALES ESPAÑOLAS

1.	INTRODUCCIÓN: UN ORDENAMIENTO DESFASADO QUE PRECISA UNA ACTUALIZACIÓN INMEDIATA	77
2.	LA INADECUACIÓN DE LA TRANSPOSICIÓN DE LAS ANTERIORES DIRECTIVAS EUROPEAS: GRAVE ERROR EN LA MANIPULACIÓN OPERATIVA	83
3.	EL PRINCIPIO DE LA INTERPRETACIÓN CONFORME DE LAS NORMAS EUROPEAS Y SU INCIDENCIA EN LOS CONCEPTOS DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA/INFORMACIÓN RELEVANTE.....	85
4.	CUATRO SUPUESTOS PROBLEMÁTICOS EN LA ÓRBITA PENAL: LAS VENTAS EN CORTO (<i>SHORTSELLING</i>), LA NEGOCIACIÓN DE ALTA FRECUENCIA (<i>HIGH FREQUENCY TRADING</i>), LOS <i>DARK POOLS</i> Y EL <i>RATING</i> DE LA DEUDA SOBERANA.....	87

	Pág.
4.1. Introducción.....	87
4.2. Las ventas en corto (<i>shortselling</i>).....	88
4.3. La negociación de alta frecuencia (<i>high frequency trading</i>)	95
4.4. <i>Dark pools</i>	100
4.5. El <i>rating</i> de la deuda soberana.....	104

CAPÍTULO IV

CRISIS FINANCIERA DE LA DEUDA SOBERANA EUROPEA Y DERECHO PENAL EUROPEO: ¿UNA FORMA DE RECUPERAR LA CONFIANZA DE LOS INVERSORES INTERNACIONALES?

1. INTRODUCCIÓN.....	111
2. ESTADOS UNIDOS Y EUROPA: ¿DIFERENTES PLANTEAMIENTOS ANTE UN MISMO PROBLEMA?	115
3. LA PRESIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	117
4. LA TRADICIONAL APROXIMACIÓN EUROPEA AL PROBLEMA.	120
5. LUCES Y SOMBRAS DE LA COMPARACIÓN CON LA FEDERALIZACIÓN ESTADOUNIDENSE.....	121
6. EL INCIERTO FUTURO.....	123
7. ¿UNA NUEVA APROXIMACIÓN EUROPEA?	124
7.1. La protección del dinero de los contribuyentes europeos.....	124
7.2. La denominada «estrategia antifraude»	126
7.3. Hacia una política criminal europea.....	127
8. ¿SERÁN SUFICIENTES LAS BUENAS INTENCIONES DE LA UE?	128
8.1. Primer banco de pruebas: la Directiva de Protección Penal de los intereses financieros	131
8.2. El segundo banco de pruebas: el Reglamento de creación del Ministerio Fiscal Europeo	135
9. <i>LAW ENFORCEMENT</i> Y RACIONALIDAD DE LOS INVERSORES: ALGUNAS LECCIONES APRENDIDAS DEL DEBATE DE LA ESCUELA DE <i>LAW & FINANCE</i>	142
10. CONCLUSIÓN.....	144
CONCLUSIÓN FINAL	147
BIBLIOGRAFÍA	149

PRÓLOGO

1. *En ocasiones precedentes he expresado mi admiración por el buen uso que los penalistas saben hacer de la geometría a la hora de explicar su disciplina. Recurriendo a esa figura tantas veces citada de los círculos secantes para ilustrar las zonas de encuentro o coincidencia entre dos tipos delictivos, debo indicar que este prólogo se sitúa también en una de esas zonas secantes o colindantes que tanto abundan en un ordenamiento y que, desde luego, proliferan en el encuentro entre la actividad mercantil y su regulación y la respuesta penal. Esa circunstancia mercantil que depara el estudio de los mercados financieros y la relación personal con el autor son el único bagaje que justifica mi presencia como prologoista, que asumo con la correspondiente satisfacción, pues pocas cosas hay más gratas en la vida académica y editorial que acompañar desde las páginas iniciales la culminación del esfuerzo de su autor y realizar algunas manifestaciones sobre el contenido de la obra que el lector tiene en sus manos.*

2. *El estudio del profesor Carlos Gómez-Jara evidencia desde su mismo título la sobrada justificación de su oportunidad. Lo que nos plantea es si la protección penal de los intereses que confluyen en los mercados financieros es adecuada. Una pregunta que vincula con una situación con la que nos hemos acostumbrado a convivir desde hace años, pero cuya permanencia no debe llevar a perder la perspectiva sobre su significado y gravedad. Desde el año 2007 vivimos en una situación de crisis que suele calificarse como económica, internacional o financiera. Probablemente, esas calificaciones se hayan ido adaptando a las distintas fases del proceso y a sus manifestaciones. Los mercados financieros han acogido sucesivos escándalos y convulsión. Esto sucede tanto desde la perspectiva internacional como desde la doméstica. Vivimos episodios de dificultades sistémicas, de colapsos más o menos extendidos de entidades financieras y, por supuesto, de grupos amplios de ciudadanos que han padecido de forma directa daños patrimoniales relevantes vinculados con el mal funcionamiento de algunos de esos mercados. De esos episodios el propio mercado financiero ha sido una de las principales víctimas. Es un mercado en el que la contratación reposa en la vigencia de lo que algunos llaman intangibles y otros consideran principios esenciales: la confianza. El mercado financiero sufre una crisis de confianza y la recuperación de ésta pasa por el restablecimiento de la certeza en cuantos participan en el mercado acerca de la*

transparencia y lealtad como premisas de la actuación de todos los que forman parte del mismo y ofrecen a los inversores la colocación de los más variados instrumentos financieros.

3. *A lo largo de las siguientes páginas se aborda la cuestión relativa al papel que el Derecho ha jugado en esa crisis. Un protagonismo que se proyecta sobre el pasado, al revisar la responsabilidad que cabe atribuir a la regulación y a los legisladores en la explosión de la crisis. Y que también atiende al presente y al futuro, es decir, a la superación de los defectos en el funcionamiento de los mercados por medio de la adopción de nuevas disposiciones. El debate dista mucho de ser nuevo, pero mantiene toda su vigencia puesto que nos adentramos en el núcleo del problema político legislativo. Hay quien apunta a la desregulación como causa de muchos de los males conocidos, al tiempo que no faltan quienes cuestionan que producir más normas sea la solución. Lo cierto es, en cualquier caso, que la crisis financiera nos ha dejado un caudal de nuevas disposiciones y que en ellas no falta la afirmación de que dicha crisis fue posible a partir de una deficiente legislación.*

4. *Aceptado que la crisis financiera reclamaba una nueva legislación, la siguiente cuestión llevaba a la introducción de un mayor rigor para sancionar conductas indiscutiblemente lesivas para la confianza en los mercados y, también, para prevenir que los tristes episodios que nos acompañan desde hace años puedan repetirse. Hay una extendida apreciación acerca de la desproporción existente entre la responsabilidad por determinadas prácticas financieras y la pena impuesta a los responsables. Probablemente porque en toda crisis financiera el daño al inversor y las demás expresiones económicas y patrimoniales de las llamadas prácticas se manifiestan de inmediato, y por desgracia, en perjuicio de muchos, mientras que la depuración de las conductas ilícitas y la imposición de las correspondientes penas se atascan en interminables procedimientos que abonan una generalizada e incorrecta apreciación sobre la impunidad de la que disfrutaban los llamados delincuentes financieros. Suele decirse que una Justicia tardía no es Justicia, y esto alcanza a los perjudicados por tantos desmanes financieros. Resulta dramática la extensión de esa creencia de la impunidad que acompaña las malas prácticas financieras. En ese escenario resulta obligado plantearse el papel que cabe atribuir al Derecho penal, que es lo que se propone desde la misma introducción el autor de este libro.*

5. *La triste pujanza de la crisis financiera lleva al Derecho penal a tener que adaptarse a un nuevo modelo de intervención. Para empezar, porque determinados aspectos de la crisis de los mercados revisten una extrema gravedad y reclaman, por tanto, una reacción normativa acorde con la misma, es decir, mediante el uso de nuevas formas de previsión y sanción penal. Porque más allá de la lesión de intereses particulares, incluso de intereses colectivos, algunas prácticas financieras han amenazado intereses generales evidentes vinculados con el propio sistema amenazado (riesgos sistémicos) o incluso de mayor alcance. Basta con recordar, a modo de ejemplo, lo que está en juego en los mercados*

de deuda pública y las correspondientes zozobras de varias Haciendas europeas que el autor recuerda con acierto.

6. *Más allá de tener que hacer frente a hechos nuevos, la respuesta penal también tiene que adaptarse a una segunda circunstancia evidente pero igualmente decisiva. Las normas han abandonado la soberanía nacional como impulso principal, para convertirse en la expresión de una respuesta conjunta y armonizada de una pluralidad de Estados. Desde luego, de los más influyentes. La crisis financiera ha merecido la atención legislativa constante y prioritaria en los foros internacionales, en los que existía una unánime conciencia de la obligada respuesta a un problema global. La recuperación de la confianza en el funcionamiento de los mercados financieros no podía dejarse a los legisladores nacionales, sino que tenía que adaptarse a la notoria y decisiva globalización financiera que reclama una respuesta colectiva que alcance a todos los mercados si se quiere que dicha respuesta sea eficaz.*

7. *El estudio del profesor Gómez-Jara hace frente a esa aproximación internacional a la regulación penal de los mercados financieros. Esto no es una mera obviedad a partir de las páginas que así lo acreditan, sino un mérito adicional de esta obra. Adaptar la respuesta penal a los criterios acogidos por esas normas internacionales dista de ser una labor sencilla. Sin embargo, este libro consigue explicar esa evolución normativa de forma sobresaliente, conduciendo al lector a través de las reacciones que se han producido en las distintas jurisdicciones, explicando la génesis de las principales medidas legislativas y administrativas que se han adoptado tanto en Estados Unidos como en el seno de la Unión Europea.*

8. *Como todo prologuista, disfruto de una posición privilegiada también para felicitar al autor y para expresar mi agradecimiento por permitirme acompañarle en esta nueva publicación.*

Juan SÁNCHEZ-CALERO
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Complutense

PRESENTACIÓN

La monografía que el lector tiene en sus manos se basa en una determinada percepción de la importancia que tienen los mercados financieros para la salud de la economía globalizada. La crisis financiera de 2008 y la subsiguiente crisis de la deuda soberana de 2010 han puesto de manifiesto la relevancia de los mercados financieros en la conformación de la identidad de la sociedad del siglo XXI. Si bien con anterioridad han existido episodios convulsos en la dinámica financiera, con indudable repercusión en la economía básica de la población, no ha sido hasta fechas recientes que se ha evidenciado la fragilidad del sistema económico mundial frente al colapso de los mercados financieros.

Sin duda, el fenómeno del «contagio» ha jugado un papel decisivo en esta percepción. Así, son muchos los que advierten el contagio de la crisis estadounidense al continente europeo, y, de manera correlativa, de unos países de la Eurozona a otros. Sin embargo, la cuestión fundamental subyacente va más allá: *se trata de la conformación de un riesgo sistémico en el ámbito financiero de tal magnitud que afecta a los pilares de un modelo económico de Estado*. En efecto, la anterior crisis financiera globalizada, que tuvo lugar a finales de los años noventa en varios países emergentes (Malasia, Tailandia, Corea del Sur, Brasil, Rusia, Argentina, etc.), guarda cierta similitud con los actuales acontecimientos, pero muestra evidentes diferencias. Dicha crisis, en la periferia del sistema capitalista, no ha alcanzado las cuotas críticas que ha alcanzado la crisis actual, radicada en el núcleo de dicho sistema.

Resulta especialmente relevante la forma en la que se han sucedido las reacciones de los Estados afectados por las crisis de 2008 y 2010. Frente al pausado proceder y el sosiego característicos de las intervenciones estatales, la presión de los mercados financieros ha obligado a actuaciones apresuradas a fin de salvar economías al borde del colapso. Como botón de muestra, baste referir la tónica habitual de la toma de decisiones durante los fines de semana para evitar la afectación directa a los mercados financieros. La consideración del Estado —sea cual sea su relevancia internacional— como un actor económico más en los mercados financieros —sometido, por tanto, a los estrictos dictados de los mismos— supone que las debilidades estructurales de éste pueden ser aprovechadas por otros operadores.

No obstante, los Estados están haciendo valer una de sus prerrogativas fundamentales: su autoridad para promulgar legislación y su potestad para hacerla cumplir. Así, los Estados afectados han llevado a cabo importantes modificaciones legislativas con la intención de evitar situaciones como las que han tenido que experimentar en tiempos recientes. La mayoría de su población, en principio ajena a los mercados financieros, ha ejercido una fuerte presión para que se adopten decisiones efectivas en esta dirección. Precisamente en este sentido se ha demandado la instauración de leyes que sancionen penalmente a las personas —físicas o jurídicas— que generen este tipo de crisis.

La realidad de los mercados financieros, empero, ha puesto de manifiesto la necesidad de abordar esta problemática desde una óptica transnacional. La globalización e interconexión de los mercados financieros hacen que las respuestas meramente nacionales a esta problemática se antojen, cuando menos, parciales. Por ello, no es de extrañar que tanto Estados Unidos como Europa hayan tratado —con la idiosincrasia que caracteriza a cada uno de ellos— de abordar de manera transnacional la citada problemática. En ambos casos se puede observar un cierto denominador común: frente a las reacciones más bien restrictivas de los órganos judiciales, los legisladores han apostado claramente por una ampliación de la tutela transnacional de los mercados financieros.

Dicha tutela no se ha limitado a las conocidas reformas de la legislación financiera y societaria, sino que ha ido más allá. Así, además de profundas reformas en el diseño institucional (autoridades de resolución, autoridades de supervisión, agencias de calificación y un largo etcétera), se ha considerado que el Estado o entidad supranacional debe utilizar, para los casos más graves que afecten a los mercados financieros, su máxima herramienta coactiva: el Derecho penal. Así, frente al tradicional entendimiento de que estas conductas no tenían cabida en la *ultima ratio*, se ha venido imponiendo la percepción de que la gravedad de las consecuencias derivadas de las mismas obliga a la intervención jurídico-penal. Y ello no sólo desde la perspectiva nacional, sino transnacional.

Las páginas que a continuación siguen tratan de ofrecer una perspectiva de dicha evolución. No se pretende analizar en detalle cada una de las reformas efectuadas, sino, más bien, exponer la tendencia hacia la protección penal transnacional que se evidencia en ambos casos. Así, se abordan hitos jurisprudenciales y legislativos a ambos lados del Atlántico, se analizan brevemente algunos de los problemas más acuciantes provocados por viejas y nuevas estructuras de los mercados financieros y se detallan las reacciones, principalmente europeas, destinadas a recuperar la confianza de los inversores en los mercados financieros. Precisamente en este sentido se puede observar una clara correlación entre la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores en los mismos.

En el momento de escribir estas páginas se encuentran en tramitación numerosos instrumentos legislativos y propuestas de regulación. Así, la rápida evolución de los mercados financieros obliga a una actualización continua de la literatura especializada y del estado de la normativa vigente. Consciente de esta circunstancia, se ha preferido poner el énfasis en el análisis estructural de las tendencias generales que cabe advertir en lugar de en la descripción coyuntural de los mecanismos existentes, y ello con la intención declarada de subvertir los escollos que los tiempos actuales imponen en este tipo de publicaciones. El éxito de esta empresa dependerá, en gran medida, de la consolidación de la tendencia apuntada; esto es, la tendencia hacia la protección transnacional de los mercados financieros.

Finalmente he de dejar constancia de que la publicación de esta monografía no habría sido posible sin la inestimable colaboración de mi compañero Juan Alberto Díaz López. Su cuidada revisión del escrito y los comentarios certeros sobre ciertos pasajes especialmente oscuros han mejorado el producto final. Asimismo, un agradecimiento especial merece la lectura crítica del texto por parte de uno de los mayores expertos españoles en la materia, el profesor Juan Sánchez-Calero, quien, además, tuvo la amabilidad de prologar el presente trabajo.

INTRODUCCIÓN

No parece exagerado afirmar que la crisis financiera 2008-2012¹ ha dado un vuelco a la percepción² tanto de las instituciones estatales como del público en general respecto de la importancia de los mercados financieros y su

¹ Las fechas 2008 y 2012 se han adoptado como representativas de las manifestaciones más agudas de la crisis, ya que, como indica el Reglamento de la UE 236/2012 (DOUE de 24 de marzo de 2012, L 86/1), en el año 2008 ya se había alcanzado el estado de «plena crisis financiera»: «En septiembre de 2008, en plena crisis financiera, las autoridades competentes de diversos Estados miembros y las autoridades de supervisión de terceros países como Estados Unidos y Japón adoptaron medidas de emergencia para restringir o prohibir las ventas en corto en relación con la totalidad o algunos de los valores» (Considerando Primero). Por tanto, resulta evidente que la crisis financiera —pese a la negación sistemática por ciertos gobiernos— había comenzado ya en el año 2007 con signos evidentes en territorio europeo (véase al respecto el informe del *High Level Group on Financial Supervision in the EU*, 2009, considerando que desde julio de 2007 se había producido la crisis financiera más importante desde 1929). Así, en agosto de 2007 el Banco Central Europeo se vio obligado a realizar una inyección (entonces histórica) de liquidez de 94.800 millones de euros en los mercados para compensar la falta de la misma (véase la noticia del *Financial Times*: <http://www.ft.com/cms/s/0/a8c5829a-466e-11dc-a3be-0000779fd2ac.html#axzz2PgF1s9rG>). En ese momento, los bancos europeos ya se habían visto seriamente afectados como muestra el hecho de que BNP Paribas tuviera que liquidar tres fondos de inversión y negarse a reembolsar fondos (en general, sobre el desarrollo de la crisis financiera global véase el minucioso informe de la Financial Crisis Inquiry Commission of the United States of America, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011, esp. pp. 246 y ss.).

² Ciertamente, la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 provocó una mayor concienciación en Europa debido a la falta de previsión de las consecuencias que la quiebra de sus filiales europeas provocaría en las contrapartes (véase *ibid.*, pp. 324 y ss.). Sin embargo, los mercados financieros se habían congelado con anterioridad, dificultando extraordinariamente la financiación de las propias entidades financieras [véase desde una perspectiva europea Elias BENGSTON, «Shadow Banking and Financial Stability: European Money Market Funds in the Global Financial Crisis», *Journal of International Money and Finance* 32 (2013), pp. 579 y ss.] hasta el punto de que se llegó a que algunos *Money Market Funds* —por lo general, sumamente líquidos— no pudieran atender sus obligaciones y por tanto se produjera la situación conocida como «*breaking the buck*» o «pérdida del valor de liquidación» —por cada dólar invertido no se podía devolver otro tanto— durante el año 2008 [sobre esta cuestión y la necesidad de evitar que se produzca en el futuro Viral ACHARYA/Barry ADLER/Matthew RICHARDSON/Nouriel ROUBINI, «Resolution Authority», en Viral ACHARYA/Thomas COOLEY/Matthew RICHARDSON (eds.), *Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 2010, pp. 305 y ss.]. Cuestión diferente es que determinados políticos europeos se negaran entonces a reconocer el verdadero estado de la cuestión debido al evidente coste político que supondría adoptar las medidas anticrisis que, finalmente, se han tenido que llevar a cabo a un coste económico y social mayor que el que hubiera resultado de una actuación a tiempo.

afectación a la salud de la economía ciudadana³. Ante las gravísimas consecuencias que la referida crisis ha tenido en el Estado de bienestar de las economías occidentales, la reacción de los operadores jurídicos a todos los niveles no se ha hecho esperar: reformas legislativas, actuaciones de las agencias reguladoras y multitud de procedimientos judiciales están cambiando la forma en la que tradicionalmente se venía entendiendo la tutela de los mercados financieros.

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

³ De igual manera, la crisis económica ha desplegado, y desplegará, importantes efectos sobre las estructuras de gobierno corporativo. En general, sobre ello véase Juan SÁNCHEZ CALERO, «Crisis económica y gobierno corporativo», *Revista de Derecho Mercantil*, 287 (2013), pp. 63 y ss.

⁴ Sobre la relación entre la crisis financieras y el Derecho penal véase, en general, las contribuciones en Eberhard KEMPF/Klaus LÜDERSEN/Klaus VOLK (eds.), *Die Finanzkrise, Das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral*, 2010. Especialmente interesante el análisis de Wolfgang NAUCKE, *Der Begriff der politischen Wirtschaftsstraftat – Eine Annäherung*, 2012, pp. 66 y ss. Sobre el tipo de la administración desleal como referencia básica para analizar las conductas de los principales actores que provocaron la crisis véanse las diversas contribuciones de Bernd SCHÜNEMANN/Christian SCHRÖDER/Wolfgang WOHLERS/Thomas FISCHER en *ZStW*, 123 (2011), pp. 767 y ss. Finalmente, un análisis combinado de ambas posturas puede verse en el magnífico artículo de Michael KUBICIEL, «Die Finanzmarktrafrecht zwischen Wirtschaftsstrafrecht und politischen Strafrecht», *ZIS*, 2/2013, donde sostiene que la dogmática actual del Derecho penal económico está abandonando el ámbito jurídico-penal y adentrándose en el político —retomando así la denominación de NAUCKE del Derecho penal económico-político (*politischen Wirtschaftsstrafrecht*)—. Véanse igualmente las contribuciones en Bernd SCHÜNEMANN, *Die sogenannte Finanzkrise–Systemversagen oder global organisierte Kriminalität?*, 2010.

⁵ Sin duda, la conceptualización adecuada del riesgo sistémico y el tratamiento adecuado del mismo es uno de los temas más debatidos como consecuencia de la crisis financiera y de la deuda soberana europea [véase por todos, John C. COFFEE, «Systemic Risk After Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight», *Colum. L. Rev.*, 111 (2011), pp. 795 y ss.]. Si bien dicho concepto se ha vinculado principalmente a los bancos, lo cierto es que su ampliación a entidades financieras no bancarias resulta igualmente decisivo [véase, en relación con la regulación estadounidense, Brent HORTON, «When Does a Non-Bank Financial Company Pose a “Systemic Risk”? A proposal for Clarifying Dodd-Frank», *The Journal of Corporation Law*, 37 (2012), pp. 815 y ss.]. En general, respecto del ámbito europeo, véase Lamont BLACK/Ricardo CORREA/Xin HUANG/Hao ZHOU, *The Systemic Risk of European Banks during the Financial and Sovereign Debt Crises*, 2013 (disponible en http://www.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/con_040753.pdf). Respecto del ámbito estadounidense véanse las diversas contribuciones en la Segunda Parte del libro colectivo de Viral ACHARYA/Thomas COOLEY/Matthew

lugar del globo terráqueo tienen consecuencias devastadoras en otros lugares geográficamente situados en las antípodas?

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

La creciente difusión de productos financieros por los mercados internacionales y la igualmente creciente emisión de títulos y valores financieros cuyos inversores se encuentran en diversas jurisdicciones provocan posibles lagunas de regulación —que sin duda son aprovechadas por los operadores más hábiles—⁷. Frente a ello, parece que pueden observarse dos tendencias claramente definidas. Por un lado, determinados reguladores pretenden otorgar una protección más homogénea dentro de su «jurisdicción» —entendido este término, en clave anglosajona, como «ordenamiento»—; es el caso de la Unión Europea y las diversas iniciativas respecto de la Directiva de Folletos de Emisión⁸, la regulación de los mercados financieros, manipulación de mercado y operaciones con información privilegiada⁹, las ventas en

RICHARDSON (eds.), *Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 2010, pp. 85-303.

⁶ Sobre esta tendencia, y los litigios que surgen como consecuencia de la misma, véase Stephen J. CHOI/Linda J. SILBERMAN, «Transnational Litigation and Global Securities Class Action Lawsuits», *Wis. L. Rev.* (2009), pp. 465 y ss.

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

⁸ Directiva 2010/73/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. *DOUE L 327/1*, de 11 de diciembre de 2010.

⁹ Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, COM(2011) 654 final. En un primer momento, la votación del Parlamento sobre este texto legislativo estaba prevista para el 20 de mayo de 2013. Debido al fuerte apoyo recibido durante la exposición del informe de la representante irlandesa (Arlene McCarthy) con 39 votos a favor y ninguno en contra, así como a la presidencia del Consejo ostentada por Irlanda del 1 de enero al 30 de junio de 2013, las probabilidades de su aprobación eran ciertamente altas. Sin embargo, en el mes de junio de 2013 sólo se alcanzó un acuerdo entre la presidencia irlandesa y el COREPER del Parlamento

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

En el contexto de estas dos directrices puede constatarse, no obstante, una preocupación común relativa a la necesidad de mejorar la protección de los mercados financieros frente a conductas que, en última instancia, pueden agravar una crisis financiera o, incluso, generar alguna. El tema que probablemente mejor refleja esta nueva preocupación es el relativo a la manipulación de mercado¹¹, auténtico exponente de la ira popular y estatal respecto de las consecuencias derivadas de la crisis financiera. Ciertamente, la manipulación de mercado no es algo novedoso —sobre todo a nivel internacional—, pero, sin duda, la calificación de determinadas conductas como

Europeo. En principio, se planea que el Parlamento europeo vote en breve septiembre y, a renglón seguido, se llevará al ECOFIN.

Fuera del ámbito penal, se ha propuesto un reglamento: Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), COM 2011/651. Sobre ambos textos, muy ilustrativo el Commission Staff Working Paper Executive Summary of the Impact Assessment, SEC (2011) 1218 final.

¹⁰ Reglamento (UE) núm. 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012 sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago. *DOUE*, L 86/1, 24 de marzo de 2012.

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

«terrorismo financiero»¹² han situado el foco de atención en unas prácticas que hasta tiempos recientes se consideraban alejadas de la órbita jurídico-penal¹³.

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

A continuación se aborda el tratamiento que está dispensando la UE a esta cuestión en tiempos recientes. La falta de unificación existente en Europa ha dado muestras de los importantes efectos negativos que comporta¹⁴. Las actitudes nacionalistas antaño exultantes de soberanía nacional han sucumbido a la fuerza de los acontecimientos y ante las inminentes quiebras estatales la única opción válida ha sido recurrir a los fondos europeos. Sin embargo, la carencia de instrumentos previstos para este tipo de acontecimientos ha obligado a construir sobre la marcha¹⁵ —con los inconvenientes

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

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

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

¹⁵ En junio 2013 se anunció que el ECOFIN había alcanzado una posición común sobre la directiva de recuperación y resolución de instituciones financieras y entidades de inversión —conocida como directiva sobre los rescates bancarios—. Tras intensas negociaciones se dotó al mecanismo de más flexibilidad para rescatar a determinados acreedores, pero a cambio el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) sólo entraría como último recurso —denominado como sistema *bail-in*,

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

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

diferentes de los *bail-out*—. Una de las cuestiones más controvertidas a ambos lados del atlántico es la relativa a la autoridad para la resolución de las entidades financieras que, fundamentalmente tras la quiebra de Lehman Brothers, ha sido objeto de especial atención a la vista del grado de interconexión entre las entidades financieras y la necesidad de evitar que los contribuyentes tengan que padecer las consecuencias de rescatar a las mismas. Sobre la discusión en Estados Unidos véase Viral ACHARYA/Barry ADLER/Matthew RICHARDSON/Nouriel ROUBINI, «Resolution Authority», en Viral ACHARYA/Thomas COOLEY/Matthew RICHARDSON (eds.), *Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 2010, pp. 213 y ss.

CAPÍTULO I

EL ORDENAMIENTO ESTADOUNIDENSE COMO SISTEMA DE PROTECCIÓN TRANSNACIONAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: LUCES Y SOMBRAS

1. INTRODUCCIÓN

La clara vocación extraterritorial del ordenamiento estadounidense en materia de protección de los mercados —y en tantas otras¹— resulta sumamente conocida. A los efectos del presente trabajo, interesa únicamente resaltar que el 14 por 100 de todas las *class actions* relativas al mercado de valores en Estados Unidos —que se cuentan por cientos—, habían sido interpuestas en Estados Unidos en 2009 contra emisores extranjeros², y que la SEC (Securities and Exchange Commission, la principal agencia reguladora de la materia en Estados Unidos) había iniciado decenas de procedimientos tanto judiciales como administrativos contra dichos emisores, ya sea por la emisión, ya sea por la negociación de los títulos (y conductas adyacentes). En general, no parece exagerada la afirmación de que, en materia de protección de los mercados financieros, los Estados Unidos se han convertido en los «policías del mundo».

Las características básicas del *enforcement* estadounidense pasan a veces desapercibidas en la discusión de otros países. Así, por un lado, las *securities class actions* constituyen un método de *enforcement* privado de importante repercusión en la dinámica del mercado financiero. No sólo por las conse-

¹ Un ejemplo paradigmático lo constituye la regulación en materia de pago de sobornos a funcionarios extranjeros (*FCPA*), que, si bien no había sido utilizada excesivamente durante décadas, ha experimentado un auge notable en lo que hace a su *enforcement* en las últimas dos décadas. Véase el análisis de Mike KOEHLER, «What Percentage of DOJ FCPA Losses is Acceptable», *Criminal Law Reporter*, 90 (2012), pp. 823 y ss., refiriendo, no obstante, el reciente punto de inflexión alcanzado como consecuencia del procedimiento iniciado en las denominadas «operaciones encubiertas africanas» (*African Sting Cases*) y el sobreesimiento dictado por el juez Richard Leon, conocido por la crudeza de sus opiniones.

² Véase Price Waterhouse Coopers, 2009 Securities Litigation Study 35 (abril de 2010), disponible en http://10b5.pwc.com/PDF/NY-10-0559%20SEC%20LIT%20STUDY_V7%20PRINT.PDF.

cuencias últimas que puedan derivar de una condena, sino por el tortuoso procedimiento de *discovery* al que se ven expuestas las entidades financieras demandadas. Por otro lado, las acciones de la SEC pretenden, en la mayor parte de los casos, alcanzar acuerdos con las entidades denunciadas, para lo cual la actuación paralela en la esfera civil y penal (*parallel proceedings*)³ comporta importantes ventajas. A resultas de las mismas, se inician, en algunos casos, procedimientos penales contra las personas físicas que han participado en los hechos⁴.

Como se tratará de explicitar en las páginas que siguen, la vocación extraterritorial de la aplicación de las normas estadounidenses de protección del mercado ha sido objeto de una importante limitación. A raíz del caso *Morrison v. National Bank of Australia* el Tribunal Supremo de los Estados Unidos ha comenzado a imponer notables trabas a la sustanciación de litigios de esta índole en la jurisdicción estadounidense. Ciertamente, determinados pronunciamientos de la referida sentencia tienen un anclaje, cuando menos, complejo en la estructura del ordenamiento de aquel país —y de hecho, las últimas reformas legislativas pretenden subvertir el resultado alcanzado por el máximo órgano judicial estadounidense—. Pero la voluntad de limitar la protección penal de los mercados financieros resulta evidente⁵.

2. EL CASO *MORRISON V. NATIONAL BANK OF AUSTRALIA* Y EL NUEVO TEST «TRANSACCIONAL»

Pocos casos en la historia judicial estadounidense han impactado de manera tan significativa en la aplicación extraterritorial del Derecho de dicho país. En este sentido, la decisión en el caso *Morrison*⁶ pone fin a casi cincuenta años de jurisprudencia federal consolidada y anuncia un nuevo test

³ Andrew Z. GLICKMAN, «Civil Sanctions and the Double Jeopardy Clause: Applying the Multiple Punishment Doctrine to Parallel Proceedings after *United States v. Halper*», *Virginia Law Review*, 76 (1990), pp. 1251 y ss.; Carol E. LONGEST, «Parallel Civil and Criminal Proceedings», *Am. Crim. L. Rev.*, 24 (1987), pp. 855 y ss. Especialmente interesante Adam S. ZIMMERMAN, «Distributing Justice», *New York University L. Rev.*, 86 (2011), pp. 500 y ss. Desde una perspectiva internacional resulta fundamental el trabajo de Lucian E. DERVAN, «International White Collar Crime and the Globalization of Internal Investigations», *Fordham Urb. L. J.*, 39 (2011), pp. 101 y ss.

⁴ Una visión crítica de la carencia de procedimientos penales tras la crisis financiera Bradley T. BORDEN/David J. REISS, «Cleaning Up the Financial Crisis of 2008: Prosecutorial Discretion or Prosecutorial Abdication», *Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper*, 331, marzo de 2013.

⁵ Respecto de la aplicación extraterritorial del Derecho penal estadounidense véase en general Charles DOYLE, *Extraterritorial Application of American Criminal Law*, Congressional Research Service Report, Mar. 26, 2010, pp. 37-60. Respecto de este tipo de casos en concreto véase Tanya J. MONESTIER, «Transnational Class Actions and the Illusory Search for Res Judicata», *Tul. L. Rev.*, 86 (2011), pp. 1 y ss., 75, quien considera que casos como *Morrison* constituyen una manifestación evidente de la necesidad de que se restrinjan las posibilidades de acceso de demandantes extranjeros a la jurisdicción estadounidense.

⁶ 130 S. Ct. 2869 (2010).

para determinar cuándo se puede aplicar la legislación estadounidense a supuestos de fraude bursátil con cierto grado de extraterritorialidad⁷. Como se referirá más adelante, la sentencia del Tribunal Supremo no gira en torno a la competencia de los tribunales estadounidenses respecto de esta materia —y por ello la nueva legislación de la Ley Dodd-Frank probablemente no tenga un impacto muy significativo⁸— sino que analiza qué supuestos pueden subsumirse en las conocidas reglas antifraude de la legislación americana.

El caso se inicia en Australia a raíz de una serie de devaluaciones de activos que llevó a cabo el National Australia Bank (NAB) en el año 2001 como consecuencia de una sobrevaloración —supuestamente fraudulenta— de una de sus filiales, HomeSide Inc., compañía de Florida que se dedicaba a la concesión de hipotecas. Las devaluaciones alcanzaron la cifra de 4.000 millones de dólares y se convirtieron en la devaluación más elevada en la historia empresarial australiana hasta ese momento. A renglón seguido, la cotización de NAB tanto en la Bolsa de valores australiana —como también en Tokio, Nueva Zelanda y Londres— así como en el NYSE —en la forma de los certificados de depósitos estadounidenses (American Depository Receipts, ADR)— descendió entre un 10 y un 13 por 100.

En respuesta a dichas pérdidas, un grupo internacional de accionistas del banco interpuso una demanda contra NAB ante la jurisdicción federal de Estados Unidos alegando vulneración de las reglas antifraude del mercado de valores, incluyendo la conocida regla 10b-5. Los demandantes alegaron que la sobrevaloración de HomeSide era consecuencia de un abuso doloso de los modelos de valoración estadounidenses por parte de empleados y directivos de NAB —que, supuestamente, habían estado falseando las cuentas de la compañía desde 1999, vulnerando así la normativa

⁷ El caso ha atraído la atención de numerosos autores: Genevieve BEYEA, «Morrison v. National Australia Bank and the Future of Extraterritorial Application of the U.S. Securities Laws», *Ohio St. L. J.*, 72 (2011), pp. 537, 551; Anthony J. COLANGELO, «A Unified Approach to Extraterritoriality», *Va. L. Rev.*, 97 (2011), pp. 1019, 1043; George T. CONWAY III *et al.*, «Harmony and Dissonance in Extraterritorial Regulation», *Asil Proc.*, 105 (2011); William S. DODGE, «Morrison's Effects Test», *Sw. L. Rev.*, 40 (2011), pp. 687, 687-688; John H. KNOX, «A Presumption Against Extrajurisdictionality», *Am. J. Int'l L.*, 104 (2010), pp. 351, 396; Jeffrey A. MEYER, «Dual Illegality and Geoambiguous Law: A New Rule for Extraterritorial Application of U.S. Law», *Minn. L. Rev.*, 95 (2010), pp. 110, 142.

⁸ La mayor parte de los autores estadounidenses coinciden con este análisis [aplicado a las entidades financieras de carácter global, véase Arthur B. LABY, «Regulation of Global Financial Firms after Morrison v. National Australia Bank», *St. John's Law Review*, 87 (2013), pp. 2 y ss.]. De otra opinión, Jacopo CRIVELLARO, «The Implications of the Morrison Judgment for International Securities Litigation», *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, diciembre de 2012, Working Paper 3/2012, considerando que, de facto, la sección 929P ha reinstaurado el alcance extraterritorial de las agencias regulatorias estadounidenses en la materia. Para un resumen certero de los aspectos más decisivos de esta legislación véase Viral ACHARYA/Thomas COOLEY/Matthew RICHARDSON/Richard SYLLA/Ingo WALTER, «The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act», en Viral ACHARYA/Thomas COOLEY/Matthew RICHARDSON (eds.), *Regulating Wall Street. The Dodd Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, 2010, pp. 1 y ss.

estadounidense—. Los datos falseados sobre la valoración de HomeSide fueron remitidos a la sede de NAB en Australia y se incorporaron en los estados financieros consolidados. Posteriormente se distribuyeron al público en general a través de las comunicaciones de hechos relevantes y notas de prensa, incluyendo comunicaciones oficiales (*filings*) a la SEC en relación con los ADR de NAB.

En síntesis, el Tribunal Supremo sostuvo que «la sección 10(b) comprende la utilización de un mecanismo defraudatorio o manipulador única y exclusivamente en relación con la compra o venta de un título valor que se encuentre inscrito en uno de los mercados (*exchange*) estadounidenses y la compra o venta de cualquier otro título valor en los Estados Unidos»⁹. El controvertido ponente de esta sentencia, Antonin Scalia, comenzó exponiendo que la norma estadounidense establece una cierta presunción frente a la extraterritorialidad de su aplicación¹⁰, y a partir de ahí se dedicó a criticar ácidamente la jurisprudencia constante del 2.º Circuito del Tribunal de Apelaciones sobre este tipo de casos, concluyendo que dicho órgano judicial «nunca apoyó sus interpretaciones sobre la base del tenor de la norma»¹¹. Una vez criticado el *statu quo*, el Tribunal comenzó a revisar los argumentos de interpretación literal de la norma, desechándolos frente a la pretensión de extraterritorialidad¹². Finalmente, frente a la argumentación de los recurrentes en el sentido de que no se requería una aplicación extraterritorial de la norma puesto que se había perpetrado en Estados Unidos una conducta sumamente relevante, el Tribunal Supremo establece el nuevo test transaccional respecto de la sección 10(b) y regla 10(b)-5¹³. Señala a este respecto que «la norma estadounidense no centra su atención en el lugar en el que se origina el engaño, sino en el lugar en el que se produce la compra y venta de títulos valores»¹⁴. Para sostener esta posición, hace referencia explícita a la frase de la sección 10(b) «en conexión con» la «compra o venta de los títulos valores»¹⁵; expresado de otra manera, el punto de

⁹ *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2888.

¹⁰ *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2877.

¹¹ *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2879.

¹² *Morrison*, 130 S. Ct. p. 2882.

¹³ «Rule 10b-5: Employment of Manipulative and Deceptive Practices:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) *To employ any device, scheme, or artifice to defraud,*

(b) *To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or*

(c) *To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security».*

¹⁴ *Morrison*, 130 S. Ct., p. 2884. Véase sobre esta cuestión específica Wulf A. KAAL/Richard W. PAINTER, «Forum Competition and Choice of Law Competition in Securities Law After *Morrison v. National Australia Bank*», *Minn. L. Rev.*, 97 (2012), pp. 132 y ss., 193.

¹⁵ *Morrison*, 130 S. Ct., p. 2884.

conexión es el lugar donde se efectúa la transacción o donde cotizan los títulos valores¹⁶.

En términos generales, se puede señalar que los objetivos que perseguía el Tribunal en dicho pronunciamiento eran dos: el primero, reducir la creciente inseguridad jurídica que existía hasta la fecha, toda vez que los *tests* elaborados por el Tribunal de Apelaciones (del 2.º Circuito) —basados en la «conducta» o los «efectos»— eran un tanto farragosos; el segundo, minimizar la injerencia de los Estados Unidos en los asuntos de orden regulatorio de otros países, ya que la aplicación extraterritorial de la conocida regla antifraude¹⁷ —10(b)5 de la Ley de 1934— podría dar al traste con la solvencia de empresas extranjeras que tienen un punto de conexión sumamente tenue con los Estados Unidos. El Tribunal Supremo estableció entonces un «test transaccional» en lo que fue la primera sentencia del Alto Tribunal estadounidense sobre la aplicación extraterritorial de la legislación estadounidense del mercado de valores. Adicionalmente, deben tenerse en cuenta dos ulteriores consideraciones efectuadas por el Tribunal Supremo y que tienen una cierta importancia en el desarrollo de las siguientes páginas: en primer lugar, la sentencia reconoce abiertamente en ciertos pasajes los problemas de injerencia en asuntos ajenos que plantean estos supuestos; en segundo lugar, la decisión del Tribunal Supremo sostiene que un intento de tutela tan amplio como el que se venía produciendo hasta ahora carece de idoneidad.

Adentrándonos ya en el establecimiento del nuevo «test transaccional», para una mejor comprensión de las dificultades del órgano judicial al abordar este asunto, resulta conveniente explicar la problemática existente en cuanto a los *tests* que se venían manejando por los tribunales inferiores jerárquicamente. El *test de los «efectos»* se centraba en el hecho de si inversores estadounidenses o mercados estadounidenses habían sido perjudicados por el supuesto fraude. Como resulta fácilmente deducible, el caso típico consiste en aquellas empresas extranjeras que cotizan en el mercado estadounidense¹⁸. Ahora bien, en general, los tribunales de Estados Unidos consideran que no es suficiente que existan determinadas conductas en el extranjero que hayan tenido algún tipo de efecto en los Estados Unidos¹⁹. Así, *aquellas conductas que, por ejemplo, afectan a la confianza generalizada en el mercado*

¹⁶ Véase Marc I. STEINBERG/Kelly FLANAGAN, «Transactional Dealings - Morrison Continues to Make Waves», *Int' L. Law*, 46 (2012), pp. 829 y ss, 854, refiriendo la inmensa cantidad de interrogantes que genera dicho punto de conexión.

¹⁷ No en vano, esta regla había sido calificada por el propio Tribunal Supremo con anterioridad como una cláusula omnicomprendiva (*catch-all*). *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 US 185, 203 (1976). De hecho, el antiguo presidente del Tribunal Supremo, Rehnquist, llegó a describir dicha regla (o «tildar la regla de») como una «encina judicial que había crecido a partir de una pequeña bellota», Louis LOSS/Joel SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, 5.ª ed., 2003, p. 936.

¹⁸ Véase ya *Schoenbaum v. Firstbrook*, 405 F.2d 200 (2.º Cir. 1968).

¹⁹ Hannah L. BUXBAUM, «Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict», *Colum. J. Transnat'l L.*, 46 (2007), pp. 14, 22.

de valores estadounidenses no se encuentran dentro del ámbito de aplicación de la regla antifraude. En reiteradas ocasiones, los tribunales estadounidenses exigen que se muestren los perjuicios para intereses específicos dentro de Estados Unidos; éste es el caso cuando se puede probar que se han producido determinados perjuicios económicos como consecuencia de conductas llevadas a cabo en el extranjero.

Por otro lado, el *test de la «conducta»* analiza si el tipo de conducta que materialmente causó el perjuicio se llevó a cabo en todo o en parte en Estados Unidos, con independencia de dónde se encontraban los inversores o de los mercados en los que fueron vendidos los valores²⁰. Ya aquí se puede observar cómo un problema que se plantea *ab initio* es qué grado de conducta se exige que haya acontecido en Estados Unidos para considerar que este país asume jurisdicción sobre los hechos, sobre todo porque hoy en día las transacciones con valores pueden estar compuestas por diversas partes en diversas jurisdicciones y las actuaciones defraudatorias pueden llevarse a cabo en varios países²¹.

Ambos tipos de test planteaban importantes problemas. En lo que hace al segundo, uno de los problemas más acuciantes —que persiste, por cierto, en la nueva regulación introducida con la Ley Dodd-Frank— es que se debía distinguir entre conducta «preparatoria» y conducta «sustancial»²². Ello conllevaba dificultades importantes para determinar cuándo era de un tipo y cuándo de otro. De hecho, el Tribunal de Apelaciones en el caso *Morrison* aplicó dicha distinción y consideró que la conducta del National Bank of Australia había sido cometida en Estados Unidos, como mucho, de manera preparatoria, pero nunca sustancial. Esta última parte, a juicio del Tribunal de Apelaciones, había acontecido fundamentalmente en Australia, no en Estados Unidos. Como en su día señalaron Choi y Silberman, «el grado y el tipo de conducta que debía acontecer en Estados Unidos para poder cumplir con los requisitos del test era difícilmente determinable»²³.

Sin embargo, también se producían serios problemas al tratar con el test de los efectos. Así, el Tribunal de Apelaciones había llegado a afirmar que «un efecto perjudicial sobre los intereses económicos generales de Estados Unidos o sobre los precios de títulos valores estadounidenses» no constituye un efecto suficiente para la aplicación extraterritorial de la regla antifraude²⁴. En definitiva, tal y como reconoce el Tribunal Supremo en *Morrison*,

²⁰ *Bersch v. Drexel Firestone*, 519 F.2d 974, 993 (2.º Cir. 1975).

²¹ Stephen J. CHOI/Andrew T. GUZMAN, «The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law», *Nw. J. Intl L. & Bus.*, 17 (1996), pp. 217 y ss.

²² Véase ya desde la conocida *Psimenos v. E. F. Hutton & Co.*, 722 F.2d 1041, 1045 (2.º Cir. 1983).

²³ Stephen J. CHOI/Linda J. SILBERMAN, «Transnational Litigation and Global Securities Class Action Lawsuits», *Wis. L. Rev.* (2009), pp. 465, 492.

²⁴ Ya desde *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, 519 F.2d 974, 989 (2.º Cir. 1975).

los «tests» elaborados por el Tribunal de Apelaciones nunca fueron fáciles de aplicar²⁵ y, de hecho, fueron varios los académicos que apelaban al alto grado de inseguridad que incorporaban los mismos, ya que en cierta manera eran «impredicibles e incoherentes en su aplicación»²⁶, calificándolos el propio Tribunal Supremo de «creación especulativa del derecho»²⁷.

Llegados a este punto, debe hacerse un alto en el camino por la importancia de la naturaleza de los test que se venían empleando —y el nuevo enfoque que pretende darle el Tribunal Supremo—. En cierta manera, estos test parecen tener una naturaleza de competencia jurisdiccional, por lo que fácilmente se puede caer en la tentación de concluir que la cuestión aquí suscitada sobre la protección del mercado en realidad se encuentra circunscrita únicamente a la competencia de un tribunal. Sin embargo, lo interesante del caso *Morrison* es que el Tribunal Supremo rechazó el argumento de que se trata de una cuestión competencial y reafirmó que lo importante era el ámbito de protección de la norma antifraude de la legislación estadounidense²⁸. De hecho, dado que el Tribunal de Apelaciones había considerado que sí se trataba de una cuestión de competencia, el resultado en principio hubiera sido que, estimándose el recurso de casación, se remitiera al tribunal para una nueva sentencia acorde con los dictados del Tribunal Supremo. No obstante, el Alto Tribunal estadounidense decidió que tenía elementos suficientes para determinar si se podía extender dicho ámbito de protección, y resolvió negativamente. Expresado de otra manera: decidió que dicha norma no se aplicaba extraterritorialmente²⁹.

Adicionalmente, se puede cuestionar la idoneidad de extrapolar las reflexiones sobre dicho caso, que tuvo lugar en el seno de la jurisdicción civil, al ámbito penal. No obstante, el hecho de que se estuviera dilucidando qué conductas eran consideradas típicas desde un punto de vista civil a los efectos de la regla antifraude que igualmente es la base de los procedimientos penales en materia de manipulación de mercado e información privilegiada, hace que resulten sumamente pertinentes para los operadores jurídicos del ámbito penal. Asimismo, el Tribunal Supremo refiere en numerosas ocasio-

²⁵ *Morrison*, 130 S. Ct., p. 2879.

²⁶ *Morrison*, 130 S. Ct., p. 2881.

²⁷ *Ibid.*

²⁸ *Morrison*, 130 S. Ct., p. 2877. Expresamente indica el ponente de la sentencia, Antonin Scalia: «La cuestión sobre qué conducta es contemplada por la sección 10(b), es lo mismo que preguntar qué conducta prohíbe dicha sección».

²⁹ Ciertamente, uno de los problemas más acuciantes de los que se ha hecho eco la doctrina es que el Tribunal Supremo no tuvo en cuenta determinados argumentos —sustentados por el abogado-jefe del Estado (*Solicitor General*)— respecto de la sección 30 de la referida legislación. En dicha regulación se refiere específicamente la aplicación extraterritorial de la legislación estadounidense en la materia —si bien de manera negativa—. Ello constituyó la base del argumento del citado letrado para sostener, *sensu contrario*, que debería haber supuestos en los que sí se aplica extraterritorialmente. No tendría sentido, continuaba el argumento, que la legislación indicara supuestos de no aplicación extraterritorial si toda la legislación no tuviera aplicación extraterritorial. Sólo resulta coherente dicha regulación si existen supuestos de aplicación extraterritorial.

nes sentencias por ella dictadas en casos penales para reafirmar su posición. Por ello no es de extrañar que académicos y prácticos de aquel país hayan planteado la incidencia de *Morrison* en el campo penal³⁰.

La problemática que se planteó el Tribunal Supremo es fácilmente extrapolable a cualquier ordenamiento jurídico. Resulta sumamente cuestionable que un ordenamiento, al promover su regulación de los mercados, pretenda regular también mercados internacionales. En general, como señala también el art. 3 de la LMV española, las legislaciones establecen los requisitos y las prohibiciones que atañen a su propio mercado de valores y no a los extranjeros³¹; no ya sólo por una cuestión teórica de intromisión en la soberanía de otros Estados, sino también práctica por la imposibilidad de tener en cuenta las diversas circunstancias que afectan y pretenden tener en cuenta dichos países.

3. EL DEBATE ESTADOUNIDENSE POSTERIOR AL CASO MORRISON

Con este panorama, parecería lógico que el número de asuntos judiciales en los tribunales federales que abordaran estas cuestiones descendiera drásticamente. Sin embargo, en los últimos tiempos se han producido efectos un tanto contradictorios. Por un lado, se ha incrementado el número de entidades extranjeras demandadas en Estados Unidos³²; pero por otro, los tribunales federales inferiores han realizado una interpretación expansiva de ciertos razonamientos de *Morrison*³³.

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

³¹ *Morrison*, 130 S. Ct., p. 2889. «We know of no one who thought that the Act was intended to “regulat[e]” foreign securities exchanges —or indeed who even believed that under established principles of international law Congress had the power to do so—. The Act’s registration requirements apply only to securities listed on national securities exchanges».

³² En cualquier caso, pese a *Morrison* el número de empresas extranjeras que son demandadas en Estados Unidos ha alcanzado récords históricos en el año 2012 (véase <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/11/20/recent-trends-in-us-securities-class-actions-against-non-us-companies/>).

³³ Véase el análisis de diversos casos realizado por Katherine FLOREY, «State Law, U.S. Power, Foreign Disputes: Understanding the Extraterritorial Effects of State Law in the Wake of *Morrison v. National Australia Bank*», *B.U. L. Rev.*, 92 (2012), pp. 535 y ss.; o Roger W. KIRBY, «Access to

En efecto, en algunos casos en los que la transacción aconteció en los Estados Unidos —y, por tanto, según *Morrison*, son alcanzados por el fin de la norma de protección americana—, algunos tribunales han considerado que ésta es «demasiado remota» como para justificar la aplicación de la regla antifraude. Curiosamente, este tipo de consideraciones era lo que trataba de evitar el Tribunal Supremo con los criterios claramente delimitadores fijados en *Morrison*. Sin embargo, desde el punto de vista de política criminal, ello puede tener sentido al existir ciertas transacciones en los Estados Unidos que resultan en realidad sumamente remotas para los intereses del país. Ello fue especialmente claro en el caso *Morrison*, en el que la juez Ginsburg indicó que el caso tenía «Australia escrito por todas partes»³⁴.

En idéntica medida, los tribunales están teniendo cierta dificultad a la hora de tratar con transacciones fuera del mercado en las que parte de la oferta o bien emana de Estados Unidos o bien llega hasta inversores estadounidenses, pero el vendedor mantiene que, a pesar de ello, la transacción se produjo *off-shore*. Precisamente en estos casos pueden producirse importantes transferencias de dinero hacia una estafa piramidal gestada en los Estados Unidos. Ya se han producido casos de esta índole en el pasado reciente y, a la vista de las circunstancias, no es descartable que determinados supervisores —especialmente la SEC— modifiquen su normativa y planteamiento para poder aprehender este tipo de comportamientos³⁵. Ciertamente, no se puede ocultar que, en puridad, en los casos que acaban de referirse no surgen los mismos problemas de reciprocidad que en aquellos supuestos en los que se aplican las disposiciones antifraude de la legislación estadounidense a empresas extranjeras que cotizan en un mercado extranjero. En ambos supuestos, empero, parece que la solución que buscarán los reguladores en el futuro es definir de la manera más clara posible —aunque ello no siempre es fácil— el lugar en el que se considera que acontecen las transacciones en estos casos transnacionales.

En el ámbito estadounidense, con posterioridad a la sentencia del caso *Morrison* se ha producido un importante debate respecto de cuál debe ser la aproximación más adecuada a este problema y si debe volverse a los antiguos criterios. La mayor parte de los académicos parecen, de hecho, apoyar el criterio de algunos jueces federales en lugar del test del Tribunal Supremo.

United States Courts by Purchasers of Foreign Listed Securities in the Aftermath of *Morrison v. National Australia Bank Ltd.*», *Hastings Bus. L. J.*, 7 (2011), pp. 223 y ss., considerando que siguen existiendo vías para que los demandantes extranjeros sigan teniendo acceso a la jurisdicción estadounidense; y Alex REED, «But I'm an American! A Text-Based Rationale for Dismissing F-Squared Securities Fraud Claims After *Morrison v. National Australia Bank*», *U. Pa. J. Bus. L.*, 14 (2012), pp. 515 y ss.

³⁴ *Morrison*, 130 S. Ct., p. 2895.

³⁵ Véanse las reflexiones contenidas en Matthew W. CLOSE *et al.*, *SEC Report on the Supreme Court's Morrison Decision and Commissioner Aguilar's Dissent Set the Stage for Congress to Consider Legislation to Expand the Reach of US Securities Laws*, 16 de abril de 2012, disponible en <http://www.omm.com/sec-report-on-the-supreme-courts-morrisondecision-and-commissioner-aguilars-dissent-set-the-stage-for-congress-to-consider-legislation-to-expand-the-reachof-us-securities-laws-04-16-2012>.