



COLECCIÓN DE **DERECHO PENAL**

# EL DELITO DE MANIPULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Marta Muñoz de Morales Romero

Profesora Titular de Derecho Penal  
Universidad de Castilla - La Mancha

Prólogo

Adán Nieto Martín

Catedrático de Derecho Penal  
Universidad de Castilla - La Mancha

**REUS**  
EDITORIAL

# COLECCIÓN DE DERECHO PENAL

## TÍTULOS PUBLICADOS

- La discriminación hacia la mujer por razón de género en el Código penal**, *María Acale Sánchez* (2006).
- Derecho penal de la empresa e imputación objetiva**, *Bernardo Feijoo Sánchez* (2007).
- Punibilidad y delito**, *Érika Mendes de Carvalho* (2007).
- Los delitos de terrorismo: estructura típica e injusto**, *Manuel Cancio Meliá* (2010).
- La responsabilidad penal de los funcionarios por delitos ambientales**, *Cristóbal Javier Cantero Cerquella* (2010).
- La ocupación de inmuebles en el Código Penal español**, *José Miguel Jiménez París* (2018).
- Triple de la mayor y condenas eternas. A propósito del Acuerdo del TS de 27 de junio de 2018**, *Puerto Solar Calvo* (2019).
- Malversación y blanqueo en la contratación pública de abogados defensores**, *Jordi Casas Hervilla* (2019).
- Siniestralidad vial, delitos imprudentes y fuga**, *Rosario de Vicente Martínez* (2019).
- Lineamientos de la violencia en el derecho penal del deporte**, *José Manuel Ríos Corbacho* (2019).
- Violencia sexual de género contra las mujeres adultas. Especial referencia a los delitos de agresión y abuso sexuales**, *María Acale Sánchez* (2019).
- Los instrumentos de valoración y gestión de riesgos en el modelo de penalidad español**, *David Castro Liñares* (2019).
- Régimen penológico del concurso real de delitos**, *Jorge Vizueta Fernández* (2020).
- Derecho penal del enemigo en España**, *Cristian Sánchez Benítez* (2020).
- El delito de trata de seres humanos: el artículo 177 bis del Código Penal**, *Tania García Sedano* (2020).
- El Derecho Penal del Estado de Derecho entre el espíritu de nuestro tiempo y la Constitución**, *Eduardo Demetrio Crespo* (2020).
- Prevaricación administrativa de autoridades y funcionarios públicos: análisis de sus fundamentos y revisión de sus límites**, *Jordi Casas Hervilla* (2020).
- La pena de prisión en medio abierto. Un recorrido por el régimen abierto, las salidas tratamentales y el principio de flexibilidad**, *Ana Cristina Rodríguez Yagüe* (2021).
- La medida de seguridad de libertad vigilada para sujetos imputables. Su implementación práctica a través de 30 casos**, *María Pilar Marco Francia* (2021).
- Los hurtos cualificados. Práctica jurisprudencial**, *Rosario de Vicente Martínez* (2021).
- Concordia en las Cortes y violencia en las cárceles: la transición penitenciaria española**, *Antonio Andrés Laso* (2021).
- Delitos contra la Administración Pública y corrupción: criterios de imputación al superior jerárquico**, *Erick Guimaraes* (2021).
- El trabajo forzoso, la esclavitud y sus prácticas análogas como finalidades del delito de trata de seres humanos**, *Tania García Sedano* (2021).
- La alevosía: análisis jurídico y de política legislativa de la circunstancia del artículo 22.1 del código penal**, *José Mateos Bustamante* (2021).
- El control del SARS-CoV-2 en el sistema penitenciario**, *Eugenio Arribas López* (2021).
- Legalidad penal como limitación al poder punitivo**, *Roberto Navarro-Dolmestch* (2022).
- La penalidad del concurso de delitos en el sistema jurídico-penal español: estudio de las reglas limitativas de los arts. 76 y 77 CP**, *Alfonso Ortega Matesanz* (2022).
- Derecho penal y adicciones sin sustancia. Estudio de la relación entre la conducta delictiva y el juego patológico**, *Marta María Aguilar Cárceles* (2022).
- La evolución de las penas del concurso de delitos en la codificación penal española**, *Alfonso Ortega Matesanz* (2022).
- Acoso moral laboral y acoso sexual**, *Tania García Sedano* (2023).
- Justicia Restaurativa Empresarial. Un modelo para armar**, *Adán Nieto Martín y Raúl Calvo Soler (Coords.)* (2023).
- Reformas penales aprobadas a lo largo de la XIV legislatura (3 de diciembre de 2019 – 30 de mayo de 2023)**, *Rosario de Vicente Martínez* (2023).
- El bien jurídico protegido en el marco del Derecho Penal**, *Manuel Portero Henares* (2023).
- Derecho penal de menores. Una introducción a la legislación reguladora de la responsabilidad penal de los menores**, *Tomás Montero Hernanz* (2023).
- El delito de manipulación del mercado de valores**, *Marta Muñoz de Morales Romero* (2023).

COLECCIÓN DE DERECHO PENAL

Directora:

ROSARIO DE VICENTE MARTÍNEZ

Catedrática de Derecho Penal  
Universidad de Castilla-La Mancha

---

# EL DELITO DE MANIPULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Marta Muñoz de Morales Romero

*Profesora Titular de Derecho penal  
Universidad de Castilla-La Mancha*

Prólogo

Adán Nieto Martín

*Catedrático de Derecho penal  
Universidad de Castilla-La Mancha*

**REUS**  
EDITORIAL

Madrid, 2023

© Marta Muñoz de Morales Romero  
© Editorial Reus, S. A., para la presente edición  
C/ Rafael Calvo, 18, 2º C – 28010 Madrid  
Teléfonos: (34) 91 521 36 19 – (34) 91 522 30 54  
Fax: (34) 91 445 11 26  
reus@editorialreus.es  
www.editorialreus.es

1.ª edición REUS, S.A. (2023)  
ISBN: 978-84-290-2802-7  
Depósito Legal: M-33537-2023  
Diseño de portada: Lapor  
Impreso en España  
Printed in Spain

Imprime: *Ulzama Digital*

Ni Editorial Reus ni sus directores de colección responden del contenido de los textos impresos, cuya originalidad garantizan sus propios autores. Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra sólo puede ser realizada con la autorización expresa de Editorial Reus, salvo excepción prevista por la ley. Fotocopiar o reproducir ilegalmente la presente obra es un delito castigado con cárcel en el vigente Código penal español.

*A Paqui y Antonio, donde quiera que estén.*

*Y a Alberto, por sus brillantes ojos verdes  
que todos los días nos dan alegría.*

## PRÓLOGO

La regulación del abuso de mercado, y muy especialmente de la mani-pulación, representa un gran experimento jurídico, tanto desde el punto de vista de las fuentes, como del sistema de *enforcement*, como de su tipificación penal.

La regulación administrativa del abuso de mercado es hoy un derecho absolutamente europeizado. Mediante el Reglamento nº 596/2014 de 16 de abril del 2014 la UE dio el importante paso que separa la armonización, a la unificación. Con ello el mercado interior financiero en todos los países miembros tiene una regulación común. Lógicamente el reparto de competencias impedía un sistema penal unitario y aquí no había otra solución que recurrir a la armonización, ante la falta de competencias penales de la UE. De ello se encargó la Directiva 2014/57 sobre sanciones penales al abuso de mercado. Se trata, sin embargo, de un tipo de armonización muy peculiar, una armonización fuerte porque se vincula a un ámbito normativo que está en manos del legislador europeo y donde los Estados tienen una capacidad normativa solo marginal, pero también una armonización ligada a un sistema de supervisión y de ejecución administrativa unitario. En el futuro este modelo casi total de armonización fuerte se adoptará también en relación con el blanqueo de capitales, una vez que se establezca el supervisor único.

Pero la armonización europea, con ser importante, no se queda en la epidermis, sino que desciende a las profundidades abisales de la conformación de las normas de conducta en este sector. Una de las aportaciones más importantes de esta monografía es que explica el complejo método por el que la autoridad europea del mercado de valores determina las prácticas bursátiles admitidas, los denominados *safe harbours*. Aunque aparentemente la manipulación de mercado no es una norma penal en blanco, en realidad lo es. Pues a través de un muy singular procedimiento legislativo, el denominado método *Lamfalussy*, la ESMA acaba por determinar las operaciones lícitas de los ilícitas. De este modo, una agencia administrativa con funciones de supervisión es la que acaba determinando el campo

de lo punible. Todo un experimento, como decía desde el punto de vista del sistema de fuentes y por tanto desde el principio de legalidad penal.

Pero también, el abuso de mercado resulta experimental desde el ángulo de su *enforcement* o ejecución. Experimental en un doble sentido, primero porque resulta que los supervisores nacionales deben trabajar en red y además coordinados por un supervisor europeo. Todo ello supone implementar una cooperación administrativa con vistas al descubrimiento de conductas ilícitas y la imposición de sanciones administrativas, pero que está o debe estar articulada con los procesos penales. Pero también novedosa porque en este punto asistimos a la privatización del *enforcement*, con una técnica similar a la que encontramos en el blanqueo de capitales. Los supervisores y mucho más aún los cuerpos de policía no pueden detectar por sí solos los supuestos de manipulación de mercado o de *insider trading*. Se trata de “buscar una aguja en un pajar”. Por ello la regulación del mercado de valores exige a las entidades cotizadas y a los intermediarios financieros que se doten de sistemas de cumplimiento normativo con el fin de prevenir o detectar estas conductas y en algunos supuestos, una vez descubiertas, impone obligaciones de denuncia. Todo ello sustenta la necesidad de sancionar penalmente a las personas jurídicas, con el fin de reforzar la eficacia de esta estrategia de regulación.

La experimentación de la manipulación de mercado alcanza, en tercer lugar, al propio Derecho penal. En primer término, el que sea un derecho fuertemente armonizado implica que las dudas interpretativas que tengan los jueces nacionales, acerca de los elementos típicos de estos delitos deben necesariamente ser resueltas por el TJUE a través de cuestiones prejudiciales. La interpretación conforme al derecho comunitario constituye el método hermenéutico más importante. Más aún, dado que se trata de una armonización fuerte, un ámbito muy europeizado o federal, el nivel de derechos fundamentales que debe marcar la aplacación de estos delitos debe ser el estándar europeo, sobre todo cuando quepa suponer que este es mayor que el nacional.

Lo experimental de la regulación de la manipulación de mercado se aprecia también en los vaivenes que en este punto ha seguido la política criminal europea. La armonización en materia penal comenzó en 1989, precisamente, con la Directiva 89/992 sobre coordinación de las regulaciones relativas a las operaciones con información privilegiada. Aunque el grado de armonización de las sanciones – conforme a lo que entonces se estilaba – era muy reducido y se exigía únicamente sanciones eficaces, disuasivas y proporcionadas, de la lectura de la Directiva translucía una

apuesta por el Derecho penal. Esta primera norma, fue sustituida años después por la Directiva 2003/6/CE sobre las operaciones con información privilegiada. En este caso, se apostó por promover lo administrativo frente a lo penal. La Directiva del 2014, que sustituye a la del 2003, abandona claramente esta senda y solicita de los estados una mayor presencia del Derecho penal.

Los vaivenes político criminales europeos no se han notado en nuestros juzgados. Donde los procesos abiertos por abusos de mercado, ya sea en su variedad de *insider trading*, ya sea en su variedad de manipulación de mercado, continúan siendo escandalosamente irrisorios. Ello obedece a múltiples factores, pero sin duda uno de ellos es que conscientemente la legislación penal en esta materia siempre ha sido de mala calidad, el legislador ha cometido errores de bulto a la hora de tipificar estas conductas.

La monografía que tiene en sus manos navega con gran destreza por estos turbulentos mares que hasta ahora han sido evitados por los órganos de persecución penal, pero también en gran medida por la doctrina. Resulta muy novedoso, como antes señalaba, el análisis del proceso *Lamfalussy* desde el punto de vista de la reserva de ley. Concretamente en el delito de manipulación de mercado en su modalidad operativa (art. 284.3 del CP), nos encontramos ante una super norma penal en blanco, donde la administración que tiene el poder de supervisar y sancionar es además la que define las conductas típicas; una anomalía desde el punto de vista del Estado de derecho de la que ya advertía Joachim Vogel hace muchos años.

No menos pericia demuestra la autora cuando nos expone el modelo *Larosière* y la nueva estructura de supervisión financiera. Con la salvedad de un trabajo anterior de la propia Marta Muñoz, son muy escasas las contribuciones que existen entre nosotros ante la cooperación administrativa y sus intersecciones con la pena. Adentrándonos en las aguas de la interpretación de las conductas típicas, la aportación que representa este trabajo también es notable, sobre todo porque como antes señalaba ni existe hasta ahora demasiada jurisprudencia ni doctrina. En este punto, la monografía es la primera obra que se ocupa exhaustivamente de la reforma efectuada en 2019 sobre estos delitos.

Tengo, sin embargo, la impresión que hablo de la “autora” como si entre ambos existiera una gran distancia que justifica un estilo distante y algo impersonal. Nada más lejos de la realidad. Nuestros despachos están a escasos metros y casi todas las mañanas en los últimos meses nos hemos enfrascado en alguna discusión relativa a los aspectos que se abordan en este trabajo. Por eso tengo la impresión o más bien la certeza que el

objetivo de esta primera monografía ha sido la de construir los cimientos sobre los que construir futuros trabajos que seguramente incidan en los muchos aspectos de esta figura que aún están pendientes de aclaración. Si del *scalping* o manipulación informativa cuenta ya con una doctrina numerosa en cuanto que además es una práctica que nace con los mercados de valores, la denominada manipulación operativa tiene muchas más zonas de penumbra que espacios iluminados e igualmente son más las sombras que las luces a la hora de analizar las muchas cuestiones de parte general que genera esta figura. Lo que está claro es que Marta Muñoz una de nuestras mejores especialistas en Derecho penal europeo es la persona indicada para llevar a cabo esta tarea.

Adán Nieto Martín

Director del Instituto de Derecho penal europeo e internacional. UCLM

## ÍNDICE

<b>ABREVIATURAS</b> .....	7
<b>PRÓLOGO</b> .....	9
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	13
<b>CAPÍTULO I</b>	
<b>EL DERECHO GLOBAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS</b> .....	23
<b>I. ACTIVIDAD FINANCIERA GLOBAL Y <i>GLOBAL LAW</i></b> .....	23
1. Introducción .....	23
2. El <i>Global Law</i> de los mercados financieros.....	26
<b>II. EL MARCO REGULADOR DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LA UE</b> .....	31
1. <i>Lamfalussy</i> y la nueva forma de “hacer Derecho” .....	31
2. <i>Larosière</i> y la nueva estructura de supervisión financiera .....	35
2.1. El rol de las AES en el nuevo procedimiento de comitología .....	40
2.2. Otras funciones de las AES .....	44
<b>CAPÍTULO II</b>	
<b>MERCADO DE VALORES Y DERECHO PENAL EUROPEO</b> .....	49
<b>I. INTRODUCCIÓN</b> .....	49
<b>II. LA REGULACIÓN DE LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO</b> ..	53
1. Evolución histórica y bases competenciales.....	53
1.1. El Reglamento sobre abuso de mercado (RAM).....	57
1.2. La Directiva sobre abuso de mercado (DAM).....	57
2. El bien jurídico en la manipulación del mercado.....	60
3. Correcto funcionamiento del mercado de valores vs. manipulación de mercado.....	62
4. El concepto de manipulación del mercado.....	66
4.1. Influencias .....	66
4.2. Las conductas típicas .....	68
4.2.1. El RAM y la DAM como “pareja de hecho” .....	68

4.2.2. Los tipos de manipulación como “cajones no estancos” .....	72
4.2.3. Ejemplos concretos de manipulaciones.....	79
a) Las manipulaciones operativas a través de órdenes u operaciones que transmiten señales falsas o fijan los precios en nivel anormal o artificial (art. 5.2.a) i. y ii. DAM).....	79
i. Los flash crashes.....	80
ii. Los wash-trades .....	83
iii. Las operaciones pre-acordadas.....	84
b) El tipo “escoba” de las manipulaciones operativas: el uso de mecanismos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio (art. 5.2.b) DAM).....	87
c) La manipulación informativa (art. 5.2.c) DAM)....	89
i. El scalping.....	90
ii. La difusión pública de información privilegiada..	94
4.2.4. La manipulación en los índices de referencia .....	96

### CAPÍTULO III

<b>PROBLEMAS DEL LEGITIMIDAD DEL “LAW-MAKING” FINANCIERO</b> .....	101
I. INTRODUCCIÓN.....	101
II. ENCAJE DEL MÉTODO <i>LAMFALUSSY</i> EN EL PRINCIPIO DE RESERVA DE LEY.....	102
1. Reserva de ley penal y déficit democrático de la UE: Una vieja crítica ya superada con carácter general.....	102
2. Reserva de ley penal y normativa por niveles.....	108
III. LOS INCONVENIENTES DE RECURRIR A UNA NORMA DE CONDUCTA PLAGADA DE REMISIONES NORMATIVAS .....	116
1. Los problemas de indeterminación.....	116
1.1. Consideraciones previas.....	116
1.2. Las remisiones en la DAM para configurar la norma de conducta .....	119
1.3. Problemas de indeterminación en las causas de atipicidad. ....	130
a) Razones legítimas y prácticas de mercado aceptadas.....	130
b) Los puertos seguros.....	136
c) Diferencias entre prácticas de mercado aceptadas y puertos seguros .....	139
1.4. Otros.....	140
2. Remisiones extrapenales y aplicación del principio de retroactividad favorable.....	142
3. ¿Error de tipo o error de prohibición?.....	149

**CAPÍTULO IV**

<b>MERCADO DE VALORES Y DERECHO PENAL ESPAÑOL</b>	153
I. INTRODUCCIÓN.....	153
II. LA REGULACIÓN DEL DELITO DE MANIPULACIÓN EN ESPAÑA: UN RECORRIDO DESDE EL CP DE 1995 HASTA LA ACTUALIDAD.....	154
1. Del CP de 1995 a la reforma de 2010: 15 años con una regulación muy deficitaria .....	154
2. <i>Una de cal y otra de arena</i> : La reforma de 2019 .....	156
2.1. Una de cal... ..	156
2.1.1. La transmisión de señales falsas o engañosas como invención del legislador español.....	157
2.1.2. La fijación de los precios en un nivel anormal o artificial asegurando una posición dominante .....	158
2.1.3. Los requisitos exigidos para que las prácticas manipulativas sean penalmente relevantes .....	159
2.1.4. La restricción en la manipulación informativa a la difusión de “datos económicos total o parcialmente falsos sobre personas o empresas” .....	163
2.2. ¿Y otra de arena? .....	166
2.2.1. La integridad de los mercados como bien jurídico protegido .....	166
2.2.2. Los nuevos objetos de protección.....	169
2.2.3. La adaptación penológica .....	170
2.2.4. Las mejoras en la modalidad de manipulación operativa ficticia.....	173
2.2.5. La eliminación parcial del requisito “uso de información privilegiada” .....	174
3. La aplicación práctica del delito de manipulación del mercado.	175
III. BALANCE .....	179
<b>CONCLUSIONES</b> .....	181
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	189

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Actores de la regulación internacional y europea de los mercados financieros.....	28
Figura 2. Nueva forma de “hacer Derecho” tras el <i>Informe Lamfalussy</i> . .....	34
Figura 3. Nueva estructura de supervisión financiera (SESF) tras el <i>Informe Larosière</i> .....	38
Figura 4. Sustitución de comités de supervisión tras el <i>Informe Larosière</i> .....	39
Figura 5. Definición de manipulación del mercado.....	72
Figura 6. Precios y volumen de negociación de contratos de futuros sobre índices bursátiles ( <i>flash crash</i> del 6 de mayo de 2010).....	82
Figura 7. Ejemplo de cálculo de la tasa LIBOR.....	97
Figura 8. Manipulación del LIBOR. ....	98
Figura 9. Procedimiento de adopción de normas de Nivel 2 tras el Tratado de Lisboa.....	113
Figura 10. Normas extrapenales <i>visibles</i> en la DAM. ....	122
Figura 11. Remisiones en la norma de conducta del art. 5.2 a) i) DAM. ....	123
Figura 12. Mercados en los que se realizan las prácticas manipulativas. ....	124
Figura 13. Instrumentos financieros (Anexo I, Sección C de la DirMiFID II).....	126
Figura 14. Remisiones <i>encubiertas</i> en el artículo 1.3 DAM al excluir determinadas negociaciones, órdenes u operaciones.....	129
Figura 15. Agravación de los límites máximos (años) tras la reforma de 2019 (personas físicas).....	171
Figura 16. Número de expedientes por manipulación del mercado iniciados y cerrados por la CNMV. ....	176
Figura 17. Actividades sospechosas comunicadas. ....	177

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Normativa de Nivel 1 sobre manipulación de mercado.....	50
Tabla 2. Normativa de Nivel 2 sobre manipulación de mercado.....	50
Tabla 3. Normativa de Nivel 3 sobre manipulación de mercado.....	52
Tabla 4. Definición de manipulación de mercado antes y después de 2014. ....	68
Tabla 5. Supresión parcial del requisito de “uso de información privile- giada” (artículo 284.1.3ª CP). ....	174

El abuso de mercado es un término genérico que se suele utilizar para identificar, aunque no solo, dos tipos de conductas: las relativas a la manipulación de mercado y las relacionadas con el uso de información privilegiada. Si estas últimas cuentan con una mayor atención por parte de la doctrina y la jurisprudencia, la manipulación del mercado, por el contrario, no ha sido objeto de tantos estudios. El libro que tiene en sus manos el lector ofrece una panorámica del delito desde una perspectiva europea analizando las conductas típicas desde arriba, es decir, tal y como aparecen en la *Directiva 57/2014 sobre abuso de mercado*, sus potenciales problemas desde el punto de vista del principio de legalidad en su vertiente formal y material, así como los déficits de implementación de los que adolece la reforma española. Todo ello precedido del contexto y proceso de gestación de la mencionada directiva y de todo el entramado regulatorio en el que se circunscribe.

**Marta Muñoz de Morales Romero** es Profesora Titular de la Universidad de Castilla-La Mancha, doctora europea en Derecho por dicha universidad y miembro desde junio de 2005 del Instituto de Derecho penal europeo e internacional. Es Premio Extraordinario de Doctorado 2010, Premio Extraordinario Fin de Carrera al mejor expediente de la promoción 1999-2003 y Premio Extraordinario 2003 al mejor Expediente Académico de la Universidad de Castilla-La Mancha en la Licenciatura de Derecho. Obtuvo también el Primer Premio Nacional de Artículos Jurídicos “Melchor Almagro” de la Universidad de Granada, enero 2008 y el Segundo Premio de Artículos Jurídicos “*García Goyena*” (curso 2004-2005) de la Facultad de Derecho de la UNED.

Sus líneas de investigación son el Derecho penal europeo, la cooperación judicial internacional, la responsabilidad penal de las personas jurídicas y los programas de cumplimiento normativo. Ha formado parte de equipos de investigación internacionales liderados por prestigiosos profesores como Mireille Delmas-Marty y Ulrich Sieber (*Les chemins de l'harmonisation penal*), Alessandro Bernardi (*Prison overcrowding and alternatives to detention*), Stefano Manacorda (*Preventing Corporate Corruption. The Anti-Bribery Compliance Model*) o Adán Nieto Martín (*Criminal liability of multinational corporations with regard to human rights and environment*).