



Mercados financieros sostenibles (I). Aproximación desde el abuso de mercado, la administración desleal y la estafa de inversión de capital y de crédito

Mariano Castillo García

Castillo&García. Abogados penalistas.

Especialistas en derecho penal económico y de la empresa (España)

marius.castillo-garcia@icab.es | <https://orcid.org/0009-0006-9104-7163>

Extracto

Este artículo estudia de forma crítica el concepto de mercados financieros sostenibles desde la directiva y el Reglamento de abuso de mercado, relacionados con el Reglamento de índices de referencia y el Reglamento sobre índices de referencia climáticos, el MiFID verde, la Directiva de taxonomía, el Reglamento de divulgación de información sobre sostenibilidad y la Directiva de información de sostenibilidad corporativa.

Palabras clave: abuso de mercado; administración desleal; ASG; doble materialidad; estabilidad financiera; estafa de inversión de capital; finanzas sostenibles; integridad de mercado; inversor razonable.

Recibido: 27-11-2023 / Aceptado: 04-01-2024 / Publicado: 05-02-2024

Cómo citar: Castillo García, M. (2024). Mercados financieros sostenibles (I). Aproximación desde el abuso de mercado, la administración desleal y la estafa de inversión de capital y de crédito. *CEFLegal. Revista Práctica de Derecho*, 277, 73-114. <https://doi.org/10.51302/cefflegal.2024.20167>



Sustainable financial markets (I). Approach from market abuse, unfair administration and capital and investment fraud

Mariano Castillo García

Abstract

This article critically studies the concept of sustainable financial markets from the Market Abuse Directive and Regulation related to the Benchmark Regulation, the climate Benchmark Regulation, the green MiFID, the Taxonomy Directive, the Sustainability Disclosures Regulation and the Corporate Sustainability Reporting Directive.

Keywords: market abuse; unfair administration; ESG; double materiality; financial stability; capital and investment fraud; sustainable finance; market integrity; reasonable investor.

Received: 27-11-2023 / Accepted: 04-01-2024 / Published: 05-02-2024

Citation: Castillo García, M. (2024). Mercados financieros sostenibles (I). Aproximación desde el abuso de mercado, la administración desleal y la estafa de inversión de capital y de crédito. *CEFLegal. Revista Práctica de Derecho*, 277, 73-114. <https://doi.org/10.51302/ceflegal.2024.20167>



Sumario

- 1. Introducción
- 2. Lenguaje financiero y «tecnocratización» del derecho penal
- 3. La regulación *bottom-up*, *top-down* de la estabilidad financiera y la integridad de los mercados financieros sostenibles
 - 3.1. La estabilidad financiera de los mercados financieros sostenibles
 - 3.2. La integridad de los mercados financieros sostenibles
- Referencias bibliográficas

Nota: En la segunda parte de este artículo, de publicación en la revista número 278, se ampliará y continuará la investigación.

1. Introducción

El 25 de septiembre de 2023 la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos (SEC)¹ informó que DWS, filial del Deutsche Bank, pagará una multa de 25 millones de dólares por infracciones de blanqueo de capitales y declaraciones erróneas sobre inversiones ambientales, sociales y de gobernanza (ASG). Información relacionada con un comunicado de la Fiscalía de Frankfurt a.M.² del 31 de mayo de 2022 por el que una comisión judicial formada por 50 funcionarios (fiscales, policía y del regulador alemán BaFin) practicó un registro en las oficinas del Grupo DWS en Mainer Landstrasse y en los locales comerciales de la empresa matriz del Deutsche Bank en Taunusanlage. La investigación se inició a mediados de enero por sospechas de fraude en inversión de capital (*greenwashing*) y deficiencias en la prevención del blanqueo de capitales después de la investigación del Departamento de Justicia³ de Estados Unidos y de la SEC, motivada por la denuncia de Desiree Fixler⁴, ejecutiva de DWS.

El 24 de julio de 2023 un Tribunal Federal de Melbourne⁵ admitió a trámite una denuncia presentada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia, con petición de multa,

¹ SEC-vs-DWS. Deutsche Subsidiary DWS to Pay \$25 Million for Anti-Money Laundering Violations and Misstatements Regarding ESG Investments. Administrative Proceeding File no. 3-21709. Washington D. C., September 25, 2023. sec.gov/news/press-release/2023-194

² Vid. Barth, U., Razzia bei der DWS. Die Fondstochter der Deutschen Bank wird derzeit von Ermittlern durchsucht. Hintergrund sind die gegen sie erhobenen Vorwürfe des «Greenwashing» von Finanzprodukten. FinanzBusiness, 31.05.22. finanzbusiness.de

³ Vid. Kowsmann, P., Ramey, C. y Michaels, D., U.S. Authorities Probing Deutsche Bank's DWS Over - Sustainability Claims. Investigation by Justice Department, SEC follow allegations from ex-sustainability chief that firm overstated efforts on environment. *The Wall Street Journal*. Aug. 25, 2021. www.wsj.com

⁴ Vid. Temple-West, P. y Tindera, M., Blowing the whistle on ESG. Whistleblower Desiree Fixler on her greenwashing allegations against DWS. *Financial Times*, June 8, 2022. www.ft.com. Cfr. Kowsmann, P. y Brown, K., Fired Executive Says Deutsche Bank's DWS Overstated Sustainable-Investing Efforts. Asset management arm painted a rosier-than-reality picture to investors on ESG, according to Desiree Fixler and documents. DWS says her office didn't gain expected traction. *The Wall Street Journal*. Aug. 1, 2021. www.wsj.com

⁵ Federal Court of Melbourne. File Number VID563/2025. asic.gov.au. Cfr. Temple-West, P. y Darrby Shire, M., SEC Lawyers subpoena fund managers over disclosures. Statements on green and social investments seen as «fertile ground» for enforcement decision. *Financial Times*, Aug., 15, 2023. www.ft.com

contra Vanguard Investments Australia LTD, por un supuesto «blanqueo verde», al comercializar el fondo de cobertura Ethically Conscious Global Aggregate Bond Index (Hedge).

El 28 de marzo de 2023 la SEC⁶ comunicó que, en paralelo a un proceso civil ante un tribunal de Nueva York contra la empresa minera brasileña Vale, SA (uno de los mayores productores del mineral de hierro del mundo, que cotiza en bolsa), se pactó, mediante conformidad, la imposición de una multa por importe de 55,9 millones de dólares por divulgaciones ASG engañosas y falsas sobre su seguridad desde 2016. Según la SEC, la empresa Vale, SA manipuló varias auditorías en numerosos certificados, defraudando a gobiernos locales, ayuntamientos e inversores sobre la seguridad de la represa de Brumadinho, que colapsó en enero de 2019 matando a 270 personas y provocando una pérdida de más de 4.000 millones de dólares en la capitalización bursátil. Igualmente, la SEC multó, con las acusaciones de deficiencia e irregularidades en el folleto-prospecto ESG⁷ de determinados fondos de inversiones, por un lado, el día 23 de mayo de 2022, con 1.500.000 de dólares al fondo de inversiones BNY Mellon Investment adviser, Inc.⁸, filial del Banco Mellon de Nueva York; y, por otro, el día 22 de noviembre de 2022, con 4.000.000 de dólares a Goldman Sachs Asset Management⁹.

El 26 de enero de 2023 el diario *Le Monde*¹⁰ informó sobre la incoación de un proceso penal por la Fiscalía de delitos económicos y financieros de Nanterre contra la multinacional petrolera Total Energies por posible «blanqueo verde», tras la denuncia presentada por colectivos de asociaciones en defensa del medio ambiente.

Estos procesos administrativos y penales causan preocupación e incertidumbre en los inversores en general y, en particular, minoristas (p. ej., fondos cotizados)¹¹, planteando-

⁶ SEC, Brazilian Mining Company to Pay \$55.9 Million to Settle Charges Related to Misleading Disclosures Prior to Deadly Dam Collapse, March 28, 2023. www.sec.gov/news/press-release/2023-63. Cfr. United States District Court Eastern District of New York. Securities and Exchange Commission v. Vale, S.A. Civil Action no. 22-cv-2405. April 28, 2022. www.sec.gov

⁷ Siglas en inglés. ASG en castellano.

⁸ SEC-vs-Bnymellon Investment Adviser, INC, Administrative Proceeding, File no. 3-20867, May 23, 2022. www.sec.gov. Cfr. ESMA. Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (TRV Risk Monitor). No. 1.2023. 9 February p. 34. www.europa.eu

⁹ SEC-vs-Goldmann Sachs Asset Management, Administrative Proceeding, File no. 3-21245, November 22, 2022. www.sec.gov. Cfr. ESMA. TRV Risk Monitor. No. 1. 2023, *op. cit.*

¹⁰ *Le Monde*, «Greenwashing»: TotalEnergies visé par une enquête à Nanterre depuis décembre 2021. Cette procédure fait suite à une plainte déposée au pénal en octobre 2020 par plusieurs associations de défense de l'environnement. «[...] soit le fait de se donner une image de marque plus écologiste qu'elle l'est en réalité». Jeudi 26 Janvier 2023. www.lemonde.fr

¹¹ ETFs, siglas en inglés. *Vid.* ASIC commences greenwashing case against Vanguard Investments Australia LTD. *cit.* Cfr. Mazzacuratti, J., *EU Ecolabel: Calibrating green criteria for retail funds*. ESMA TRV Risk Analysis. 21 December 2022. www.esma.europa.eu. Cfr. Coates, J., *The problem of twelve. When a few financial*

se la obligación de establecer en la industria financiera, en el mercado de derivados ASG¹² (en expansión con contratos de opción de futuros e índices de referencia), en las agencias de calificación, normas de calidad¹³, de certificación¹⁴, contables¹⁵ y de taxonomía global¹⁶, respecto del folleto de sostenibilidad¹⁷ y de los índices, ante la aparente insuficiencia de la

institutions control everything. Columbia Global Reports. 2023. New York. Cfr. Dumitrescu, A., Zakriya, M. y Jarvinen, J., *Hidden Gem of Fool's: Can Passive ESG ETFs outperform the Benchmarks*, February 2022. <https://ssrn.com.abstract=3992745>. Cfr. Scatigna, M. et al.: «[...] AUM of passive funds (ETFs), mutual funds, ESG ETFs primarily on equities». *Achievements and challenges in ESG markets*. BIS Quarterly Review. International banking and financial developments. December 2021, pp. 87-94. www.bis.org

¹² Vid. ESMA. Final Report. Emission allowances and associated derivatives. 28 March 2022. ESMA 70-445-38, p. 7. www.esma.europa.es. Cfr. Scatigna, M. et al., *Achievements and challenges in ESG markets*, op. cit. p. 94. Cfr. Gómez Yubero, M.^a J. y Gullón Ojesto, B., Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su contribución al cumplimiento de Desarrollo Sostenible. *Boletín de la CNMV*. Trimestre III. 2021, p. 134. www.cnmv.es. Cfr. Volatility Index (VIX), Barry et al., v. CBOE Global Markets. United States Court of Appeals for the Seventh Circuit. US District Court for the Northern District of Illinois, Eastern Division no. 20-1843. Ponente Easterbrook, *Circuit Judge*. July 27, 2022. law.justia.com/cases. Cfr. Griffin, J. M. y Shams, A., *Manipulation in the VIX?* May 23, 2017, p. 37. papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?Abstract_id=2972979.

¹³ Vid. Gómez Yubero, M.^a J. y Gullón Ojesto, B., *Índices de referencia climática y de sostenibilidad*, op. cit. p. 157. Con la aplicación de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros. DOUE 12.6.2014. L173/349. (En adelante MiFIDII, siglas en inglés). Cfr. Rey Miró, D. y Piffaut, P. V. proponen un índice de calidad financiera que, según mi opinión, podría aplicarse en fondos de inversiones ASG. *Índice de Calidad Financiera* (ICF). Estudios e Infografías sobre el Mercado de Valores. Número 63. Enero 2018. Servicios de Estudios-Bolsa de Barcelona. BME. www.borsabcn.es. Cfr. Newton, P. D. et al., *Banks vs. markets: Are banks more effective in facilitating sustainability?* The Bank of Finland Institute for Emerging Economics. BOFIT Discussion papers 5*2022. www.bofit.fi/en

¹⁴ Bank of America Merrill Lynch, Barclays MSCI y Standard&Poors emiten certificaciones sobre índices de bonos verdes globales. Barclays formó parte de un cártel secreto con Citicorp, JP Morgan, Royal Bank of Scotland (RBS) y UBS AG durante más de cinco años, manipulando el tipo de cambio, facturando miles de millones de dólares a costa de clientes e inversores, siendo multados, conjuntamente, por un total de 5 mil millones de dólares, mediante conformidad con el Departamento de Justicia norteamericano en 2015. En conformidad adicional, el grupo bancario suizo UBS AG pactó la acusación por la manipulación del tipo de interés. Vid. Warren, E., *Rigged Justice 2016: How Weak Enforcement Lets Corporate Offenders Off Easy*, January 2016, p. 2. www.warren.senate.gov. Cfr. Ehlers, T. y Packer, F., Green bond finance and certification. *BIS Quarterly Review*, September 2017, p. 92. www.bis.org

¹⁵ Vid. Eccles, R. G. y Mirchandani, B., We need Universal ESG Accounting Standards. *Harvard Business Review*. February 15, 2022. hbr.org. Cfr. Ehlers, T. y Gao, D. (N.) y Packer, F. A. Taxonomy of sustainable finance taxonomies. Bank for International Settlements. BIS Papers no. 118. October 2021. www.bis.org

¹⁶ Vid. Scatigna, M. et al., *Achievements and challenges in ESG markets*, op. cit., p. 94.

¹⁷ Circular 3/2022, de 21 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre el folleto de las instituciones de inversión colectiva y el registro del documento con los datos fundamentales para el inversor. BOE núm. 186. 4 de agosto de 2022. Cfr. Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros. DOUE L 317/1.9.12.2019. En adelante, «SFDR», siglas en inglés.

normativa existente¹⁸. Necesidad causada, en parte, por las disfunciones de las autoridades del mercado de valores nacionales y de la Unión Europea¹⁹ generadas, por ejemplo, por la aplicación del «método Lamfalussy»²⁰, que vulnera la separación de poderes de un Estado de derecho, el «elevado número de índices de referencia existente y los diferentes efectos que tienen para la estabilidad financiera y la economía real»²¹, y las prácticas de oligopolio²². Número de índices que aumentan con los *climate transition indices*²³ en la génesis de mercados de inversión sostenible de ámbito continental²⁴, en cuya regulación de finanzas

¹⁸ Vid. Peirce, H. M., *Tow Truck Taxonomies Remarks before Eurofi*. U.S. Securities and Exchange Commission. Stockholm, Sweden. April 28, 2023.

¹⁹ Vid. Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. DOUE 15.11.2014. L330/1. Cfr. Reglamento delegado (UE) 2021/1352 de la Comisión, de 6 de mayo de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/11 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican las condiciones para garantizar que la metodología para la determinación del índice de referencia cumpla los requisitos de calidad. DOUE 13.8.2021. L291/16.

²⁰ Vid. Nieto Martín, A.: «Son las autoridades del mercado de valores, nacional y europea, las que a través de un procedimiento muy singular, el denominado método *Lamfalussy*, determinan en última instancia muchas de las conductas prohibidas, a través de la fijación de los *safe harbours*. El margen de la libertad con que se mueven es mucho más amplio que el que existe en las decisiones administrativas, y mucho mayor aún que el que tiene la Administración a través de su potestad reglamentaria. Por si fuera poco, que las mismas autoridades que se encargan de sancionar (administrativamente) fijen los comportamientos que van a ser objeto de sanción es algo que no encaja con una mínima separación de poderes inherente al Estado de Derecho». *Protección penal de la competencia y del mercado de valores*. Derecho penal económico y de la empresa. VV. AA. Dykinson. 2018, p. 387.

²¹ Vid. considerando 9 del Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2016 sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión y por el que se modifican las Directivas 1008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) núm. 596/2014. DOUE 29.6.2016, L 171/1. Cfr. considerandos 21, 22, 24; artículo 9.1.2 y 4. Reglamento (UE) [SFDR] 2019/2088.

²² Vid. Olof-Ors, N., UBS's Credit Suisse Takeover, 'Deal of The Century'. International Business Times, 09/12/23. [ibtimes.com/ubs-credit-suisse-takeover-deal-century-3711599](https://www.ibtimes.com/ubs-credit-suisse-takeover-deal-century-3711599). Cfr. Scatigna, M. et al, *Achive-ments and challenges in ESG markets*, op. cit. p. 94. Cfr. Mazzacurati, J., *ESG ratings: Status and key issues ahead*. Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (TRV), no. 1, 2021, March, p. 113. ESMA50-165-1524. www.esma.europa.eu. Cfr. Paredes Castañón, J. M., *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores*. Crisis Financiera y Derecho Penal Económico. VV. AA. Eduardo Demetrio Crespo (Dir.) y Manuel Maroto Calatayud (Coord.), Edisofer-Editorial B de F. 2014. Buenos Aires-Montevideo, pp. 794, 799, 800-803, 811 y 829.

²³ Vid. OECD: «Table 7. Description of selected climate transition indices, Stoxx Climate Transition and Paris-aligned Benchmarks indices; MSCI Climate Change; S&P Climate Transition and Paris Aligned Climate Indices; FTSE TPI Climate Transition Index». Financial Markets and Climate Transition. Opportunities, Challenges and Policy Implications, 2021, p. 90.

²⁴ Vid. ESMA, Strategy 2023\2028. September 2022, p. 26. ESMA22-439-1076. www.europa.eu. Cfr. Mazza-Curati, *ESG ratings: Status and key issues ahead*. Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (TRV), no. 1, 2021, March, p. 104. ESMA 50-165-1524.

sostenibles²⁵, *de lege ferenda*, el legislador de la Unión Europea debería debatir la inclusión de los derivados, las ventas en corto (p. ej., *carbon emissions*)²⁶ y el préstamo de valores en el ámbito del abuso de mercado, como plantea la supervisora británica²⁷.

2. Lenguaje financiero y «tecnocratización» del derecho penal

Los mercados bursátiles, las autoridades supervisoras nacionales (CNMV)²⁸ y supranacionales (ESMA²⁹, FSB³⁰, IOSCO³¹) y la doctrina³² debaten sobre la regulación y gestión de los riesgos financieros y las nuevas categorías de índices derivados del cambio climático o de bajo impacto carbónico. La CNMV³³ siguiendo, por una parte, la política de reorientación de la Comisión Europea con el *Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible*³⁴ y, por otra, las iniciativas del Financial Stability Board (FSB), pretende contribuir «a la implementación del marco

²⁵ Vid. Reglamento delegado (UE) 2021/1253 de la Comisión, de 23 de abril de 2021, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 en lo que respecta a la integración de los factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad en determinados requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión. 2.8.2021. DOUE. L 277/1.

²⁶ Vid. Franco, C. de, *Offsetting carbon emissions with the short positions: Do it for the money, not for the impact*.

²⁷ Vid. Financial Conduct Authority (FCA), Sustainability Disclosures Requirements (SDR) and investments labels. Discussion Paper. November 2021, pp. 21-22. www.fca.org.uk

²⁸ CNMV, Líneas estratégicas de la CNMV 2021-2022. Plan de actividades 2021, pp. 29-30. www.cnmv.es. Cfr. Tapia Hermida, A. J., Sostenibilidad financiera. Documentos de la CNMV sobre la normativa de sostenibilidad aplicable a los productos financieros. RDBB 167. Julio-septiembre 2022, pp. 213-220. Cfr. Fuentes Naharro, M., La CNMV sobre la inversión sostenible. RDBB 167. Julio-septiembre 2022, p. 221.

²⁹ ESMA, Preliminary report. Emissions Allowances and derivatives thereof. 15 November 2021. ESMA 70-445-7. www.esma.europa.eu

³⁰ FSB, FSB Roadmap for Addressing Climate-Related Financial Risks. 7 July 2021. www.fsb.org

³¹ IOSCO, Report on Sustainability-related Issuer Disclosures. Final Report. FR04/2021. June. www.iosco.org

³² Vid. Gómez Yubero, M.ª J. y Gullón Ojesto, B., Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad, *op. cit.*, pp. 125-158. Cfr. Krahnhen, Rocholl, Thum, «A primer on Green finance: From whisful thinking to marginal impact». Leibniz Institute for Financial Research SAFE. White Paper no. 87. October, 2021. Cfr. Trogger y Steuer, «The Role of Disclosure in Green Finance». Law Working Paper no. 604. August, 2021. Goethe University. Leibniz Institute for Financial Research. SAFE. ssrn.com/abstract-id=3908617. Cfr. Alogoskoufis *et al.*, Climate-related risks to financial stability. European Central Bank. *Financial Stability Review*. May, 2021, pp. 100-114. www.ecb.europa.eu. Cfr. Scatigna *et al.*, *Achievements and challenges in ESG markets*, *op. cit.* pp. 83-94.

³³ CNMV, Líneas estratégicas de la CNMV 2021-2022, *op. cit.*, pp. 29-30.

³⁴ Comisión Europea, Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. 8.3.COM (2018) 97 final.

normativo de emisiones verdes y demás productos e instrumentos de inversión sostenibles y facilitar la creación de índices que tomen en consideración la huella de carbono». Riesgos financieros que, asociados al impacto de la digitalización, el cambio climático³⁵, la expansión del *soft law*³⁶ y la estandarización³⁷, aumentan con la emisión de bonos verdes por entes supranacionales (p. ej., el Banco Europeo de Inversiones³⁸, el Consejo de la Unión Europea³⁹,

³⁵ Vid. Beau, D., What role should banks play in the twin digital and climate revolution? Speech at the conference Jean Monnet University, Saint-Etienne, 15 April 2022. www.bis.org. Cfr. Securities and Markets Stakeholder Group [SMSG], Advice to ESMA. European Commission's request to EBA, EIOPA and ESMA for technical advice on digital finance and related issues. 30 July 2021, pp. 1-2. ESMA 22-106-3473. www.esma.europa.eu. Cfr. Traders Magazine, «Financial Services Struggles with Digital Transformation», January 14, 2021. www.tradersmagazine.com

³⁶ Vid. Mülbert, P. O. y Sajnovits, A., The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era. *European Company and financial Law Review* (ECR)2021, 256-290. European Corporate Governance Institute-Law. Working paper no. 548. 2020. 7 May 2021, p. 7. ssrn.com/abstract=3719944. Cfr. Nieto Martín, A., *Protección penal de la competencia y del Mercado de valores*, op. cit., pp. 80 y 398. Cfr. Feijóo Sánchez, B. ¿Transformación del Derecho Penal por la protección de la estabilidad financiera internacional como bien jurídico global? *Revista de Ciencias Penales*. Sexta Época, vol. XLII, núm. 4 (2015), pp. 15-48. Cfr. Nieto, A., *Una introducción al derecho*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2019, p. 22 y 68. Cfr. Implementations OECD Guidelines for Multinational Enterprises: The National Contact Points From 2000 to 2015. mneguidelines.oecd.org. Cfr. Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre el tema «Autorregulación y corregulación en el marco legislativo de la Unión Europea»: »1) Los mecanismos de autocontrol y autodisciplina, incluidos en los estudios de impacto *ex ante* (cabe citar: el control ejercido por el BDI (Bundesverband der Deutschen Industrial) de la adecuada aplicación del acuerdo celebrado en 1995 en Berlín entre el Gobierno y las empresas sobre las condiciones y el control del efecto invernadero a través de la reducción de las emisiones CO2 en Alemania, de conformidad con el convenio de Kioto (dictamen de iniciativa) (2015/C291/05)». Ponente único. Jorge Pegado Luz. C-291/33; C-291/35-36. DOUE 4.9.2015. Cfr. Coffee, J. C. Jr., *Extraterritorial Financial Regulation. Why E.T. Can't Come Home*, 2014, pp. 3-14 y 18. ssrn.com/abstract=2347556. Cfr. Palá Laguna, R., *Soft law, moral suasion y autorregulación ¿tibieza del legislador o prudencia en la elaboración de las normas jurídicas*. Seminario Permanente sobre validez, invalidez y eficacia de la Universidad de Zaragoza. Mayo 2010.

³⁷ Vid. Nieto Martín, A., *Protección penal de la competencia y del mercado de valores*, op. cit., p. 80.

³⁸ Vid. Tribunal de Cuentas Europeo: »En 2007, la Bolsa de Luxemburgo admitió a cotización el primer bono verde que se introdujo en el mercado: el «bono con conciencia climática», del Banco Europeo de Inversiones». Informe Especial 2021-2022. Finanzas sostenibles: La UE necesita una actuación más coherente para reorientar la financiación hacia inversiones sostenibles, p. 31. eca.europa.eu.

³⁹ Vid. Council of the EU, Sustainable finance: Council agrees its position on European Bonds: «proposal to create European Bonds. Designation 'European Green Bond' or 'EuGB'». Press release 371/22. 13/04/2022. www.consilium.europa.eu/press. Cfr. Delgado, M.: »La Unión Europea también se ha unido al grupo de emisores de bonos verdes al realizar recientemente su primera emisión de 12.000 millones de euros, la mayor de un bono verde del mundo hasta ahora. La Unión Europea se convertirá en breve en el mayor emisor de bonos verdes del mundo, dado que esta solo es la primera emisión del programa de bonos verdes asociados a la financiación de *Next Generation*, que está prevista que alcance los 250.000 millones de euros para finales de 2026. Curiosamente, el bono se ha emitido bajo los principios de ICMA (al igual que lo hizo la obligación del Tesoro español), pues todavía no existe el estándar

el Banco Central Europeo⁴⁰, por Estados miembros⁴¹ con supervisión de bancos centrales, p. ej., el Banco de España), y por el sector privado⁴², siendo cuestionado por un sector de la doctrina alemana⁴³ y por la industria financiera (p. ej., OICVM)⁴⁴, ya que pueden afectar, parece ser, a la estabilidad financiera de los mercados financieros y a la integridad del mercado. Así, se infiere de las áreas prioritarias de ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados) sobre sostenibilidad financiera⁴⁵ y *carbon markets under MAR*⁴⁶, criminalizando acciones y omisiones mediante la subsunción de conductas en los artículos 12, 16, 17 y en el Anexo I

européo». *Finanzas sostenibles. La visión de los bancos centrales*. Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros. Banco de España. 28.10.2021, p. 3. www.bde.es

⁴⁰ Vid. Delgado, M., *The Role of central banks in sustainable finance*. 11th Funseam International Business Symposium-Sustainable Finance: challenges and opportunities. Barcelona. 06.02.2023. bis.org/review/r2304270.pdf. Cfr. Krogstrup, S. »Denmark's first green government bonds«. 2021. www.bis.org/review/r211228a.htm. Cfr. ESMA, Sustainable debt. T. 87. Green financial technology. Supporting green bond issuers and investors: [... intangible or tangible assets, tokens]. TRV. Report on Trends, Risks and Vulnerabilities. No. 1, 17 March, 2021, pp. 44-45. ESMA 50-165-1524. www.esma.europa.eu

⁴¹ Vid. Delgado, M.: «En septiembre de este año, se realizó la primera emisión de un bono verde soberano por parte del Banco de España. La acogida de esta emisión fue muy favorable, con una demanda de 60.000 millones de euros, 12 veces por encima de la oferta, y esto llevó a que el Tesoro pudiera obtener financiación a 20 años con un tipo del 1 %, cuando el coste medio de la deuda pública es de 1,65 %, y su duración media es de 8 años». *Finanzas sostenibles, op. cit.*, p. 3.

⁴² Vid. *El Nacional*: «Ferroviai lanza una emisión de bonos verdes de 500 millones de euros. Ferroviai, con sede en los Países Bajos, lanza una emisión de bonos verdes de 496 millones de euros. El vencimiento se fija para dentro de siete años, el 13 de septiembre de 2030, con un interés del 4,375 % que se abonará anualmente. Según informa este jueves la compañía que preside Rafael del Pino a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la operación le reportan unos fondos netos de aproximadamente 496 millones de euros que prevé destinar a atender "necesidades corporativas generales"». 7 de septiembre de 2023. elnacional.cat. www.elnacional.cat. Cfr. Moreno Mendieta y Salobral, N. Inversión sostenible. El mercado menosprecia el cambio climático en bonos verdes. *CincoDías*. 5 de septiembre de 2023.

⁴³ Vid. Fuest, C., Grüner, H. y Wieland, V., «Europäische Zentralbank auf grünen Abwegen Gasterbeitrag». ifo Insitut-Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung and der Universität München e. V., 15. Mai 2021. www.ifo.de/node/63806

⁴⁴ Vid. ESMA, ESG UCITS. Performance and Costs of EU Retail Investment Products. ESMA Annual Statistical Report, 5 April 2022. ESMA 50-165-1677, pp. 21-25. www.esma.europa.eu. Cfr. Scatigna, M., Xia, D., Zabai, A. y Zulaica, O., Achievements and challenges in ESG markets, *op. cit.* pp. 94. Cfr. Gambón Murcia, M.^a C. e Ispuerto Mate, A., Características de las IIC sostenibles españolas en 2020. Documentos de trabajo núm. 77, febrero, p. 10. www.cnmv.es. Cfr. Kim Park, S. Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution. 2018. *Stanford Journal of International Law*, 3/6. law.stanford.edu/publications

⁴⁵ ESMA, Sustainable Finance Roadmap 2022-2024, 10 February 2022. ESMA 30-379-1051, p. 7 y ss. www.esma.europa.eu

⁴⁶ ESMA. Final Report. Emission allowances and associated derivatives. 28 March 2022, *op. cit.* Cfr. Ross, V., DSW Conference «ESG – Next Level Reporting, Risk Management, Strategy and Responsibility». Keynote Speech, 19th November, 2021 pp. 15-18. ESMA 32-67-800. www.esma.europa.eu. Cfr. ESMA, *Strategy on Sustainable Finance*, 6 February 2020. ESMA 22-105-102.

del Reglamento de abuso de mercado⁴⁷, en relación con el artículo 7(6) del Reglamento 1031/2010 de la Comisión⁴⁸ y el artículo 26 del Reglamento de instrumentos financieros⁴⁹; áreas inherentes al diseño de una política criminal expansiva del derecho penal europeo simbólico⁵⁰, reflejada en las leyes penales españolas con un incremento de penas superior al de

⁴⁷ Vid. Reglamento (UE) núm. 596/2014. DOUE 29.6.2016. L171/1. En adelante «MAR», siglas en inglés, según la Circular/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre los contratos de liquidez. BOE núm. 111. Miércoles 10 de mayo de 2017. Cfr. Directiva (UE) 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado). DOUE 12.6.2014. L173/179. En adelante, «MADI». Cfr. Tapia Hermida, A. J., Abuso de mercado. Obligación de comunicación de operaciones sospechosas. RDBB 167. Julio-septiembre 2022. pp. 207-212.

⁴⁸ Reglamento (UE) núm. 1031 de la Comisión, de 12 de noviembre de 2010, sobre el calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero. DOUE 18.11.2010 L302/1.

⁴⁹ Vid. Reglamento (UE) núm. 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros. DOUE 12.6.2014. L173/84. En adelante, «MiFIR». Cfr. Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. DOUE 12.6.2014 L173/349. En adelante, «MiFIDII».

⁵⁰ Vid. Rubio Lara, P. A.: «La armonización del Derecho penal no siempre es el instrumento adecuado para la lucha contra la delincuencia transnacional, dado el carácter simbólico que en numerosas ocasiones se ha dotado al derecho penal sustantivo de la UE, existiendo entonces una falta de justificación de la regulación penal en la criminalización de conductas y la no adopción de medidas alternativas extrapenales más adecuadas. De este modo se incumple el principio de *ultima ratio*, ya que las instituciones comunitarias no justifican el motivo de su política criminal ni de la tipificación de conductas concretas, limitándose a señalar que se trata de proteger los «intereses comunitarios» (expresión insuficiente para motivar la existencia de una conducta que se pretende sea armonizada por los distintos Estados miembros). No podemos seguir admitiendo estos déficits en la justificación de las normas penales, que junto con el problema [...] de falta de democratización en la legislación penal de la UE podría conducirnos a consecuencias indeseadas. En consecuencia, se ha de justificar el recurso al derecho penal», *El Derecho penal europeo en la legislación española. Influencia actual y previsiones de futuro*, Tirant lo Blanch, 2020, pp. 164-165. Cfr. Paredes Castañón, J. M.: «Ejemplo paradigmático de utilización simbólica –reputada ilegítima– del Derecho Penal, pretendiendo simplemente reforzar la confianza ciudadana en norma y valores y tranquilizar a la opinión pública frente a la sensación de inseguridad y de injusticia que los grandes fenómenos de delincuencia económica generan, pero sin ninguna aspiración de aplicación efectiva generalizada». Delitos de peligro como técnica de incriminación en el Derecho Penal Económico: bases político-criminales. *Revista de Derecho Penal y Criminología*, 2.ª época, núm. 11 (2003), p. 98. Cfr. Morillas Cueva, L.: «La rigorista tendencia actual hacia la que parece orientada, por ejemplo, la Unión Europea [...]. Un Derecho Penal equilibrado entre lo que se ha venido en denominar "huida hacia el Derecho Penal" y "Derecho Penal simbólico"». Reflexiones sobre el Derecho Penal del futuro. *Revista Electrónica de Ciencia Penal y Criminología*. RECPC 04-06 (2002), pp. 22-23. Cfr. Hassemer, V., *Derecho Penal simbólico y protección de bienes jurídicos*, trad. E. Larrauri, *Pena y Estado*, 1, 1991. Cfr. VOB, *Symbolische Getetzgebung*, 1989. Cfr. García Amado: «Crece el número de disposiciones legales que solo muestran eso que los sociólogos llaman la función simbólica de la ley en las normas la tipificación de supuestos». Sociología sistémica y política legislativa. Anuario de Filosofía del Derecho. BOE 1988, p. 243. Cfr. Noll, *Symbolische Gesetzgebung*, *SchwZSt* 97 (1981), pp. 347 y ss.

la «MADII»⁵¹, vulnerando el principio de proporcionalidad⁵². Se emplea un lenguaje en la regulación-supervisión del mercado del carbono y del ASG, equiparable a un «nuevo idioma»⁵³, con sus signos, símbolos o indicios de la norma primaria en el ámbito de la automatización del mercado bursátil⁵⁴. Mercado del bono sostenible⁵⁵, facturación verde⁵⁶, CapEx-OpEx sostenible⁵⁷, activos o fondos intangibles o tangibles (*intangible or tangible assets*)⁵⁸, «comercio en la sombra» (*shadow trading*)⁵⁹, criptoactivos⁶⁰, el mercado monitorizado por el *data quality* para preservar

⁵¹ Vid. Martínez-Buján Pérez, C.: «El interrogante político-criminal que surge es obvio ¿por qué el legislador español de 2022 asigna al delito del art. 285-1 (con una pena de prisión cuyo límite máximo es de seis años) cuando la Directiva solo obliga a fijar un límite máximo de cuatro años?». La elevación de las penas previstas para el delito de abuso de información privilegiada del Art. 285-5 del Código Penal. *Comentarios a la LO 14/2022, de reforma del Código Penal*. VV. AA. José González Cussac (Coord.). Tirant lo Blanch, 2023. pp. 86. Cfr. Ortiz de Urbina Gimeno, I., Recapitulación y posibles líneas de avance. Estado actual y necesidades detectadas. *La elaboración de las leyes penales en España*. VV. AA. José Becerra Muñoz. Samuel Rodríguez Fernández (Eds.). Tirant lo Blanch, 2021, p. 122.

⁵² Vid. Martínez-Buján Pérez, C., *La elevación de las penas previstas para el delito de abuso de información privilegiada*, *op. cit.*, pp. 86. Cfr. Beccaria, C.: «Toda pena (dice el gran Montesquieu) que no se deriva de la absoluta necesidad es tiránica; proposición que puede hacerse más general de esta manera: todo acto de autoridad de hombre a hombre, que no se derive de la absoluta necesidad, es tiránico», *Dei delitti e delle pene* (1764), capítulo 2, Derecho de castigar, *De los delitos y de las penas*. Estudio preliminar de José Jiménez Villarejo. Traducción de Juan Antonio de las Casas, Tecnos, 2008, p. 16.

⁵³ Vid. Martínez Parera, M., Empresas y sostenibilidad: la importancia de un reporte fiable y comparable. CNMV. 14 de abril de 2023. p. 5. www.cnmv.es

⁵⁴ Vid. US Court of Appeals for the District of Columbia Circuit, *ICE v. SEC*. núm. 20-1470. January 21, 2022. pp. 4-5. law.justia.com/cases. Cfr. Nieto Martín, A.: «Debe tenerse presente que en gran medida la compra y venta de valores y productos financieros está hoy altamente automatizada, son ordenadores los que toman la decisión de realizar una operación al detectar variaciones mínimas en los precios de los productos. La idoneidad para alterar el precio por tanto debe interpretarse de manera similar a las «manipulaciones» en el caso de la estafa informática», *Protección penal de la competencia y del mercado de valores*, *op. cit.*, p. 403.

⁵⁵ Delgado, M., 7th Sustainable Bond Forum. Closing remarks. ICO/Madrid. 8.6.2023. p. 2.

⁵⁶ Vid., CNMV. La CNMV recuerda a las sociedades cotizadas que deben explicar mejor sus medidas alternativas de rendimiento para no confundir a los inversores. 17 de abril de 2023. p. 2. www.cnmv.es

⁵⁷ *Ibid.*, Cfr. CNMV. Informe sobre los desgloses relativos a la Taxonomía Europea. Ejercicio 2022. pp. 2-5. www.cnmv.es

⁵⁸ Vid. ESMA, Sustainable debt. T. 87. Green financial technology. Supporting green bond, *op. cit.* pp. 44-15.

⁵⁹ Vid. United States District Court Northern District of California San Francisco Division. Securities and Exchange Commission vs. Mathew Panuwat. Case: 21-cv-06322. August 17, 2021. www.sec.gov/news/press-release/2021-155. Cfr. Posner, C., SEC's «shadow trading» case survives motion to dismiss, January 20, 2022. Cooley Pubco. cooleypubco.com/2022/01/20/shadow-trading-case-survives-dismissal/. Cfr. Eglite, E. y Staermans, D., How widespread is shadow trading in ETFs? SSE Riga Sotckholm School of Economics. SSE Riga Student Research papers. May 2022:1(243). sseriga.edu

⁶⁰ Vid. artículo 3.1 «Criptoactivo». Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados criptoactivos. Comisión Europea. Bruselas 24.9.2020 COM (2020) 596 final - 2020/265(COD). En adelante, «MiCA», siglas en inglés.

la integridad del mercado de la manipulación⁶¹, *machine learning*⁶², *distributed ledger technology*⁶³, ESG⁶⁴ (p. ej., *derivatives*)⁶⁵ mediante el uso de algoritmos⁶⁶ (cuestionado con el caso del Grupo DWS), la estabilidad de los mercados financieros⁶⁷, *green fintech*⁶⁸, *green sandboxes*⁶⁹,

-
- ⁶¹ Vid. Cazenave, N., «ESMA as a data driven regulator and supervisor». AFME 5th Annual European Compliance and Legal Virtual Conference, 8 October 2021. ESMA 74-362-2159. www.ema.europa.eu. Cfr. Cdo. 1 «MADII». Cdo. 2, cdo. 4, cdo.8, cdo. 23, cdo. 24, cdo. 63 «MAR».
- ⁶² Vid. ESMA Strategy 2023\2028, *op. cit.*, p. 28. Cfr. Rouen, E. y Sachdeva, K. y Yoon, A., The Evolution of ESG Reports and the Role of Voluntary Standards. 31 Oct. 2022. ssrn.com/abstract=4227394
- ⁶³ Cfr. Reglamento (UE) 2023/11134 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) núm. 1093/2010 y (UE) núm. 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937. «MiCA».
- ⁶⁴ Vid. Lacroix, K., ESG's «Biggest Risk», October 17, 2022. The D&O Diary. www.dando.com. Cfr. Macey, J. R., ESG Investing: Why Here? Why Now? *Law&Economics Center at George Mason University Scalia Law School Research Paper Series*, 22-013. March 2022. papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3942903. Cfr. Ehlers, T. *et al.*, Deconstructing ESG Scores: How to Invest with your own Criteria, March 2022, BIS WP no. 1008. www.bis.org. Cfr. Coffee, J. C. J., Climate- Risk Disclosures and «Dirty Energy» Transfers: «Progress» Through Evasion. *CLS*, January 2022, 25. clsbluesky.law.columbia.edu/2022/01/25/climate-risk-disclosures-and-dirty-energy-transfers-progress-through-evasion. Cfr. Cazenave, N.: «Europe is home to the largest ESG fund market, reflecting a shift in European investor preferences towards sustainable investments», »How asset management industry can contribute to the Capital Markets Union and the climate transition». EFAMA Investment Management Forum 2021, 19 November 2021, p. 11. ESMA 34-38-278. www.esma.europa.eu. Cfr. Curtis *et al.*, Do ESG Mutual Funds Deliver on Their Promise?, *Michigan Law Review*, vol. 10, núm. 3, December 2021, pp. 393-450. Cfr. Billio, M. *et al.*, Inside the ESG Ratings(Dis)agreement and performance. Ca'Foscari University of Venice. Department of Economics. WP. No 17/WP/2020, June 22, 2020.
- ⁶⁵ Vid. Hiemstra, L. M., The Financial Side of Energy Markets in the Low-Carbon Transition. European University Institute Robert Schumann. Centre for Advanced Studies. The Florence School of Regulation. RSC Working Paper 2022/50, p. 11.
- ⁶⁶ Vid. ESMA. Final Report. Emission allowances and associated derivatives. 28 March 2022. ESMA 70-445-38, p. 7. www.esma.europa.eu. Cfr. Amzallag, A., Levi, M. y Vasios, M., Text mining ESG disclosures in rating agency press releases. ESMA TRV Analysis. ESMA 80-195-1352. 10 February 2022.
- ⁶⁷ Vid. Cdo. 73 «MAR». Cfr. Allen, J. H., What is «Financial Stability»? The need for some common language in international financial regulation. *Georgetown Journal of International Law*, 2014, vol. 45, pp. 929-952.
- ⁶⁸ Vid. Wuermeling, J.: «The environmental, social and governance sector, ESG for short, in particular has been growing rapidly. Between 2019 and 2021, the number of FinTechs with an ESG reference roughly doubled according to a study by Ernst and Young, making Berlin one of the "places to be" in the field of ESG». Setting regulatory standards for a unified framework in the financial sector-Germany at the heart of Europe as a Fintech hub. Keynote speech, at the Global FinTech Festival, Mumbai, 6 September 2013. BIS-Central bankers' speeches.[bis.org/review/r230907e.pdf](https://www.bis.org/review/r230907e.pdf). Sorprende esta declaración grandilocuente de marketing de un miembro del *Buba* después del escándalo del caso Wirecard, objeto de concurso y proceso penal, que cuestiona la función de las autoridades reguladoras alemanas y la intervención de una de las empresas auditoras multinacionales. Cfr. EBA-ESMA-EIOPA, 2022 Work Programme of the Joint Committee of the European Supervisory Authorities, Annex EFIF, 29 September 2021, pp. 13, JC 2021 34.
- ⁶⁹ Vid. EBA-ESMA-EIOPA, 2022 Work Programme of the Joint Committee, *op. cit.*

prima de riesgo verde (*greenium*)⁷⁰, ecoblanqueo (*greenwashing*)⁷¹, la inteligencia artificial⁷² (*deep learning*)⁷³, la negociación algorítmica y de alta frecuencia⁷⁴, la organización delictiva⁷⁵. Lenguaje que necesita, en general, una interpretación de su significado por el jurista⁷⁶ a efectos probatorios⁷⁷, estando asociado, en particular, a la «tecnocratización» del derecho

⁷⁰ Vid. Gómez Yubero, M.^a J., Gullón Ojesto, B. y Palomero Aguilar, M., *Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su contribución al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible* (segunda parte). *Boletín de la CNMV*. Trimestre I. 2023. p. 123. www.cnmv.es. Cfr. ESMA, Sustainable finance ESG growth continues amid valuation concerns. Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (TRV risk monitor), no. 1, 50-165-2058, 15 February 2022, p.25. www.esma.europa.es. Cfr. Loeffler, K. U., Petroski, A. y Stephan, A., Drivers of green bond issuance and new evidence on the «greenium». *Eurasian Economic Review* (2021) 11:1-24. Springer. doi.org/10.1007/s40822-020-00165-y

⁷¹ Vid. Gómez Yubero, M.^a J., Gullón Ojesto, B. y Palomero Aguilar, M., *Índices de referencia climáticos*, op. cit., p. 123. Cfr. ESMA, Sustainable Finance Roadmap 2022-2024, op. cit., pp. 7-8. Cfr. EBA-ESMA-EIO-PA, 2022 Work Program me, op. cit. p. 13. Cfr. Walz, Do Banks Care About the Environment? Estimating the Greenium and Implications for Bank Lending. August 12. ssrn.com/abstract=418847. Cfr. Cambón Murcia, M. I. e Ispuerto Mate, A., Características de las IIC sostenibles españolas en 2020. Documentos de trabajo, núm. 77, febrero. CNMV, p. 10. www.cnmv.es

⁷² Vid. ESMA Strategy 2023\2028, op. cit., p. 28. Cfr. Bagattini, G., Benetti, Z. y Guagliano, G., Artificial intelligence in EU securities markets. *ESMA TRV Risk Analysis 1*. February 2023. www.esma.europa.eu. Cfr. Lin, T. C. W., Artificial Intelligence, Finance, and the Law. *88 Fordham Law Review* 531 (2019). *Temple University Legal Studies Research Paper*, no. 2019-31. ssrn.com/abstract=34800607. Cfr. D'Antona Jr., J., «JPX Introduces Artificial Intelligence to Market Surveillance Operations». Japan Exchange Regulation («JPX-R») and Tokyo Stock Exchange, Inc («TSE») decided to apply artificial intelligence(AI) to market surveillance operations to detect such misconduct as market manipulation. Deployment of AI to market surveillance operations. *Traders Magazine Online News*. March 27, 2018. www.tradersmagazine.com

⁷³ Vid. Finra, «Deep Learning. The Future of the Market Manipulation Surveillance Program». Podcast, January 25, 2022. www.finra.org/media-center/finra-unscripted/deep-learning-market-surveillance.ce. Cfr. Cazenave, N., «Big Data and Artificial Intelligence». ESMA as data driven regulator and supervisor, op. cit., p. 6. Cfr. Fritz-Morgenthal, S., Hein, B. y Papenbrock, J., Financial Risk Management and Explainable, Trustworthy, Responsible AI, December 27, 2001. ssrn.com/abstract=3873768. Cfr. Palma Herrera, Inteligencia artificial y ciencias penales. Aproximación a las bases de una compleja relación. *Derecho penal y política criminal en tiempos convulsos*. VV. AA. Coordinación Alfonso Galán Muñoz y Silvia Mendoza Calderón. Tirant lo Blanch, 2021, pp. 39-61. Cfr. Pérez Estrada, M. J., El uso de algoritmos en el proceso penal y el derecho a un proceso con todas las garantías. *Claves de la justicia penal. Feminización, Inteligencia Artificial, Supranacionalidad y Seguridad*. VV. AA. Editora Silvia Barona Vilar. Tirant lo Blanch, 2019, pp. 235-253.

⁷⁴ Vid. ESMA Strategy 2023\2028, op. cit., p. 28. Cfr. Cdo. 38 «MAR». Cfr. ESMA: «ESMA has observed activity from high-frequency trading firms and market makers engaging in algorithmic trading, often from the UK and US, that are however only holding small net positions». Final Report. Emission allowances and associated derivatives, op. cit., p. 7.

⁷⁵ Vid. Cdo. 11 «MADII». L 173/19. Cfr. Cancio Meliá, M., El injusto de los delitos de organización: peligro y significado. *ICADE. Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 74, mayo-agosto 2008, pp. 248-287.

⁷⁶ Vid. Tapia Hermida, A. J., Decálogo europeo de la diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad. *Diario La Ley*, núm. 10248; Sección Tribuna, 15 de marzo de 2023, p. 2.

⁷⁷ Vid. Ido Baum and Dov Solomon, When Should You Abstain? A Call for a Global Rule of Insider Trading. *88 U. Civ. L. Rev.* 67 (2019). ssrn.com/abstract=3938239

penal⁷⁸ y a la «administrativización» del Código⁷⁹ (norma secundaria), «con las posibilidades de subsunción lingüística de la conducta enjuiciada en el tenor literal del tipo penal» (Paredes Castañón, 2014, p. 978), desde la filosofía analítica, la lógica y «el giro lingüístico» (*linguist turn*)⁸⁰. Porque el derecho penal y el derecho administrativo sancionador, como todo derecho, son lenguaje⁸¹, parafraseando a González Cussac⁸². Siendo

el camino adecuado para fijar el significado de los términos típicos y, por ende, para establecer quién realiza en cada caso la acción típica, es atender al uso del lenguaje en los casos (o tipos de casos) *concretos* [...]. En síntesis, el «núcleo duro» (en expresión de Wittgenstein, según nos recuerda Vives), que posibilita seguir una regla que se concreta de caso en caso y constituye ya el presupuesto del significado⁸³.

Por tanto, en el marco del Reglamento Delegado (UE) 2021/1351 de la Comisión de 6 de mayo de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican las características de los sistemas y controles para la identificación y la comunicación de cualquier conducta que pueda comportar información privilegiada o manipulación o intento de manipulación de un índice de referencia⁸⁴ (habida cuenta que «la información privilegiada y la manipulación de mercado representan las dos caras de la misma moneda»⁸⁵), se estudia, a continuación, la regulación *bottom-up*, *top-down* de la estabilidad financiera, la integridad de los mercados financieros sostenibles, la información privilegiada (relacionada con el concepto

⁷⁸ Vid. Rubio Lara, P. A., *El Derecho penal europeo en la legislación española*, op. cit., p. 15.

⁷⁹ Vid. García Arán, M., *Despenalización y privatización: ¿tendencias contrarias? Crítica y justificación del Derecho penal en el cambio de siglo*. Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha (Estudios; 91), 2003, p. 193. www.cienciaspenales.net

⁸⁰ Vid. González Cussac, L., *Lenguaje y dogmática penal*. (Coord.). VV. AA., Actas del II Congreso Ibero-Americano de Derecho Penal y Filosofía del Lenguaje, p. 12. Tirant lo Blanch Alternativa, 2019, p. 12. Cfr. Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE), Sala 2.ª, de 28 de junio de 2012, asunto: C-19/2011. Ponente: Lohmus Markus. *Geltl vs. Daimler AG*, información privilegiada, Marg. 41-43.

⁸¹ Vid. STJUE, Sala Segunda, de 28 de junio de 2012. C-19/2011. *Markus Geltl v. Daimler AG*. Ponente U. Lohmus. (marg. 42 y 43). cvria.europa.eu. Cfr. Duffy, J., Firedman, D., Rabanal, J. P. y Rud, O. A., Trade, Voting, and ESG Policies: Theory and evidence, January 13, 2023, p. 28. Cfr. Rouen, E., Sachdeva, J. y Yoon, A., The Evolution of ESG Reports, op. cit., p. 34. ssrn.com/abstract=4227934. Cfr. United States District Court. Northern District of Illinois. Eastern Division. *CFTC v. Kering Capital LTD*. no. 15C5859. December 9, 2016. www.cftc.gov

⁸² Vid., González Cussac, L., *Lenguaje y dogmática penal*, op. cit.

⁸³ Martínez-Buján Pérez, C., Autoría, autoría mediata y coautoría a la luz de la concepción significativa del delito. *Lenguaje y dogmática penal*. VV. AA., op. cit., pp. 136-137.

⁸⁴ DOUE 13.8.2021 L291/13. Cfr. Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia. DOUE 9.12.2019 L/317/17.

⁸⁵ Vid. Nieto Martín, A., *Protección penal de la competencia y del Mercado de valores*, op. cit., p. 398.

de inversor razonable en el marco del mercado ASG y del carbono) y la posible calificación jurídico-penal del blanqueo verde⁸⁶ como administración desleal o estafa de inversión de capital y de crédito en el marco de la Directiva de abuso de mercado «MADII» y del Reglamento «MAR».

3. La regulación *bottom-up*, *top-down* de la estabilidad financiera y la integridad de los mercados financieros sostenibles

Los conceptos estabilidad del sistema financiero e integridad del mercado aparecen como bienes jurídicos protegidos en diversos considerandos y artículos de derecho de la Unión Europea sobre la materia. En concreto, el considerando 25 del Reglamento (UE) 2019/2089 sobre los índices de referencia de transición climática⁸⁷, siguiendo la política marcada por la Comisión mediante «MADII», el Reglamento sobre el abuso de mercado «MAR» y el Reglamento (UE) núm. 1227/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de octubre de 2011 sobre la integridad y transparencia del mercado mayorista de la energía⁸⁸. Así, la estabilidad financiera de los mercados financieros consta en el considerando 18 de la «MADII» y en el considerando 52, el considerando 73 y en el artículo 17.5.a («información privilegiada») del «MAR». Teniendo reflejo en comunicados de la CNMV⁸⁹ y en medidas urgentes en materia financiera⁹⁰. La integridad del mercado en los considerandos 1, 2 y 12 de la «MADII»; y en los considerandos 1, 8 y 44 del «MAR». Asimismo, ambos conceptos normativos constan en los artículos 297 y 298 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los mercados de valores y de los servicios de inversión⁹¹, y en el parágrafo 4.e de la FinDAG⁹² del derecho alemán.

⁸⁶ Vid. Goldman, N. C. y Zhang, Y., Social Washing or Credible Communication? An Analysis of Corporate Disclosures of Diversity, Equity, and Inclusion in 10-K Filings. October 2022. ssrn.com/abstract=4244954

⁸⁷ Vid. cdo. 25: «La interrupción de un índice de referencia crucial podría tener un efecto en la integridad del mercado, la estabilidad financiera, los consumidores, la economía real, y en la financiación de hogares y empresas en los Estados miembros. La interrupción de un índice de referencia crucial podría afectar también a la validez de los contratos financieros o de los instrumentos financieros y podría causar perturbaciones tanto a los inversores como a los consumidores, con repercusiones potencialmente graves en la estabilidad financiera». L 317/20.

⁸⁸ DOUE 8.12.2011 L 236/1.

⁸⁹ Vid. CNMV, Fuentes de riesgo. Cambio climático y ámbito ASG. Nota de estabilidad financiera núm. 20, octubre 2021, p. 12. www.cnmv.es

⁹⁰ Vid. Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera. BOE 2 de noviembre de 2018. BOE núm. 284, de 24 de noviembre. Cfr. Real Decreto-ley 11/2017, de 23 de junio. BOE núm. 150, de 24 de junio de 2017.

⁹¹ BOE núm. 66, de 18 de marzo de 2023.

⁹² Vorschriften über die Verarbeitung personenbezogener Daten. Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht-Gesetz-FinDAG. 24 Juni 2022 (BGBl.S.959). Cfr. Paragr. 4b Produktintervention. Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz-WpHG). 30 Juni 2016.

La integridad de los mercados financieros se refleja en el Código Penal español⁹³ y se configura como bien jurídico-penal protegido en los tipos penales sobre manipulación de mercado e información privilegiada cuando concorra como circunstancia cualificada. En concreto, en los artículos 284.2.º c), 3.º c) con la frase «que se causara un grave impacto en la integridad del mercado» –manipulación de mercado– y en el artículo 285.1.c) –información privilegiada–.

Partiendo de esta base, esta investigación pretende repensar, por un lado, desde la metodología de la protección de los bienes jurídicos supraindividuales y difusos de los delitos de peligro abstracto⁹⁴, el delito de manipulación de mercado (artículo 284 CP) y el delito de información privilegiada (arts. 285 y ss. CP)⁹⁵, la antijuricidad material y el desvalor del hecho⁹⁶ en el marco de los mercados ASG y del carbono. Tipos penales vinculados a la «MADII», el «MAR» –norma secundaria–, y relacionados el Reglamento de índices de referencia⁹⁷, los índices de sostenibilidad, la «MiFIDII»⁹⁸ y el «MiFIR» –normas primarias–. Y, por otro, desde la metodología (*bottom-up*)⁹⁹, (*top-down*)¹⁰⁰, la posible subsunción jurídico

⁹³ Vid. Preámbulo II de la Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre del Código Penal, para transponer Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional. BOE núm. 45, 21 de febrero de 2019.

⁹⁴ Vid. Gómez Lanz, J., El Derecho penal y la consecución de los objetivos de desarrollo sostenible conectados con la protección del medio ambiente. *El sistema penal y los objetivos de desarrollo sostenible de la Agenda 2030*. VV. AA. ACM CEI. Deusto. Comillas. Universitat Ramon Llull. Tirant lo Blanch. 2023, p. 387. Cfr. Paredes Castañón, J. M., *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores*, op. cit., p. 822. Cfr. Paredes Castañón, J. M., Los delitos de peligro como técnica de incriminación en el Derecho penal económico: bases político-criminales. *Revista de Derecho penal y Criminología*, 2.ª época, núm. 11 (2003), p. 129 y ss. Cfr. Martínez-Buján Pérez, C., Los delitos de peligro en el Derecho penal económico y empresarial. *El Derecho penal económico y empresarial ante los desafíos de la sociedad mundial del riesgo*. VV. AA. José Ramón Serrano-Piedecasas Fernández y Eduardo Demetrio Crespo (Directores). Colex 2010. Madrid. pp. 93-96.

⁹⁵ Ley Orgánica 14/2022, de 22 de diciembre, de transposición de directivas europeas y otras disposiciones para la adaptación de la legislación penal del ordenamiento de la Unión Europea y reforma de los delitos contra la integridad moral, desórdenes y contrabando. BOE núm. 307 de 23 de diciembre de 2022.

⁹⁶ Cfr. Paredes Castañón, J. M., *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores*, op. cit., p. 790.

⁹⁷ Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión y por el que se modifican las directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el «MAR». L 171/1.

⁹⁸ Cfr. Reglamento Delegado (UE) 2017/564 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa «MiFIDII».

⁹⁹ Vid. FSB, Supervisory and Regulatory Approaches to Climate-related Risks. Interim Report, 29 April 2022, p. 3. www.fsb.org. Cfr. Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), Climate-related financial risks-measurement methodologies, April 2021, p. 6. www.bis.org. Cfr. Dennis, B. N., Climate Change and Financial Policy: A Literature Review. Finance and Economics Discussion Series 2022-048. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 2022. <https://doi.org/10.17016/FEDS>. Cfr. Rao, N. y Baer, P., »Decent Living» Emissions: A Conceptual Framework. Sustainability,

penal del blanqueo ecológico en el delito de administración desleal (art. 252 CP), o en el delito de estafa de inversión de capital y de crédito¹⁰¹ (art. 282 bis CP) ante la expansión del *soft law*¹⁰². Esto es, si tanto la estabilidad del sistema financiero como la integridad de los mercados financieros sostenibles se configuran, penalmente, como bienes protegidos¹⁰³ siguiendo los postulados del Reglamento (UE) 2019/2089¹⁰⁴ de la Unión Europea. Máxime cuando la doctrina¹⁰⁵ ha criticado la existencia de cierta confusión del legislador español al insertar los «índices de referencia» en el artículo 284.1.1.º, 2.º y 3.º del Código Penal mediante una incorrecta transposición de la «MADII»¹⁰⁶ y del «MAR»¹⁰⁷. No obstante, antes de

2012, 656-681. doi: 10.3390/su400656. ssrn.com/abstract=2047022. Cfr. Fujiwara, N., The Merit of sectorial approaches in transitioning towards a global carbon market. CEPS Special Report. Nov. 2016. www.ceps.eu. ssrn.com/abstract=2863987. Cfr. Törner, A., Egenhofwe, C. y Georgiev, A., Benchmarking in the EU: Lessons from the EU Emissions Trading System for the Global Climate Approach. Policy Studies, Brussels 2016, IV.

¹⁰⁰ Vid. Crisóstomo, R., Riesgo de transición en los fondos de inversión españoles. Boletín de la CNMV. Trimestre I. 2023, p. 83. www.cnmv.es. Cfr. Tadori, G. y Usha Kiran, ESG Portfolio Vs. Traditional Analysis. A Study of MSCI ESG indices. 4th International Conference in Banking&Finance «Towards a Sustainable Future in Banking & Finance». International Management Institute, Bhubaneshwar Odisha, 25th & 26th February 2022. ssrn.com/abstract=4049979. Cfr. FSB, Supervisory and Regulatory Approaches to Climate-Related risks, *op. cit.*, p. 3. Cfr. BCBS, Climate-related financial risks-measurement, *op. cit.*, p. 6.

¹⁰¹ Vid. Janz, C., Rilke, R. M. y Burcin Yurtoglu, B., Does ESG Information Impact Individual Investors' Portfolio Choices? Evidence from an Experiment. January 2023. ssrn.com/abstract=4332893. Cfr. Krahnhen, J., Rocholl, J. y Thum, J., *Green Finance: From Wishful Thinking to Marginal Impact*. Econ Pol Forum 1 2023. January, vol. 24. CES IFO Institute, p. 8. www.econpol.eu

¹⁰² Vid. Nieto Martín, A., *Protección penal de la competencia y del mercado de valores*, *op. cit.*, pp. 80 y 398. Cfr. Feijóo Sánchez, B., El Derecho penal español frente a fraudes bursátiles transnacionales. ¿Protege el Derecho penal del mercado de valores los mercados internacionales. *Crisis financiera y Derecho penal Económico*. VV. AA. Eduardo Demetrio Crespo (Dir.). Manuel Maroto Calatayud (Coord.). Edisofer-Editorial BdeF. 2014, p. 882.

¹⁰³ Vid. Feijóo Sánchez, B., *¿Transformación del Derecho Penal por la protección de la estabilidad financiera internacional como bien jurídico global?*, *op. cit.*

¹⁰⁴ Cfr. Índice designado como índice de referencia en relación con índice general de mercado, Cdo. 19 del Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión de 6 de abril de 2022. DOUE 25.7.2022 L 196/4. Completa el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo. («SFDR»).

¹⁰⁵ Vid. Doval Pais, A., La confusa armonización de los delitos de manipulación de mercado (art. 284 CP) por la LO 1/2019. *Estudios Penales y Criminológicos*, vol. XL (2020). Cfr. Feijóo Sánchez, B., La manipulación del precio de un instrumento financiero tras la reforma del 2019: Retos dogmáticos frente a un desatino. *La Ley Penal* núm. 138, mayo-junio 2019, 1 mayo, Wolters Kluwer. Cfr. Martínez-Buján Pérez, C. *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*. 6.ª ed. Tirant lo Blanch, 2019, pp. 363-364. Cfr. Quintero Olivares, G., La Reforma del Código Penal de 2019: la modificación de los delitos contra el mercado. *Las Reformas Penales de 2019*. VV. AA. Thomson Reuters Aranzadi, 2019, p. 82. Cfr. Gómez-Jara Díez y Tejada Plana, La reforma del delito de manipulación de mercado en el Código Penal español: Luces, sombras y algún claroscuro. *Diario La Ley*, núm. 9383, Sección Doctrina, 22 de marzo de 2019. Wolters Kluwer. La Leydigital.

¹⁰⁶ Cdo. 7; arts. 1.4 c); art. 5.2 c).

¹⁰⁷ Art. 3.1.29.; art. 5.2 c).

continuar con la argumentación surgen cuestiones tendentes a clarificar conceptualmente, por un lado, qué se entiende por mercado financiero o de valores como bien jurídico-penal protegido y, por otro, la existencia de un «mercado» o mercados diferentes. Para obtener respuestas, en primer lugar, es obligado acudir a la Constitución Española de 1978. El artículo 38 de la Carta Magna –situado en la Sección 2.^a «De los derechos y deberes de los ciudadanos» del título I «De los derechos y deberes fundamentales»– dice: «Se reconoce la libertad de empresa en el marco de la economía de mercado». En segundo lugar, al Tribunal Constitucional, que se ha pronunciado sobre el concepto de mercado de valores¹⁰⁸:

El concepto de mercado de valores no se entiende si no es integrado en el concepto más amplio de «sistema financiero» del que forma parte. Si por sistema financiero se tiene al conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pagos para financiar las actividades de los operadores económicos (demanda), el mercado de valores no es sino un elemento o parte integrante del sistema financiero. En concreto, aquel que comprende las operaciones las operaciones de colocación y de financiación a largo plazo, así como las instituciones que efectúan principalmente estas operaciones. Más específicamente aún, el elemento definidor del mercado de valores lo constituyen los valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos –emitidos por personas o entidades públicas o privadas– y agrupados en emisiones. La emisión de dichos valores, y su consecuente negociabilidad, puede tener lugar en el mercado primario de valores (arts. 25 a 30 Ley del Mercado de Valores) o en los mercados secundarios oficiales de valores (arts. 31 a 61 Ley del Mercado de Valores), integrados, según el art. 31 por las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública y aquellos otros de ámbito estatal y referentes a valores representados mediante anotaciones en cuenta que se creen en virtud de lo previsto en el art. 59 de la Ley¹⁰⁹.

En tercer lugar, a la doctrina. Sobre el concepto de mercado¹¹⁰ y la existencia de un «mercado» o mercados diferentes, «de manera que lo que para un determinado mercado sea con-

¹⁰⁸ STC, Pleno, 133/1997, de 16 de julio de 1997. FD 3.º Ponente Mendizábal Allende. Cfr. Sánchez Andrés. Aporta su concepto. *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 2008, p. 30. Cfr. Estrada i Cuadras, A. Refiere el concepto de Sánchez Andrés. Presente y futuro del delito de alteración de precios (Art. 284 CP). *InDret*, enero de 2014, p. 6. www.indret.com

¹⁰⁹ Cfr. TRLMV (2015): Art. 33, Mercado primario de valores. *Libertad de emisión*; art. 34, *Obligación de publicar folleto informativo*; art. 35. *Oferta pública de venta o suscripción de valores*. Mercados secundarios oficiales de valores, arts. 43-50; art. 51, De los mercados secundarios oficiales de ámbito autonómico. Sección 2.^a *Del mercado de deuda pública en anotaciones*, art. 59.

¹¹⁰ *Vid.* Íñigo Corroza, E.: «El concepto de mercado no entraría dentro de la categoría de los bienes jurídicos tradicionalmente protegidos. El mercado o su subsistencia responde más al concepto de *ratio legis*, campo previo de protección a un bien jurídico de corte tradicional. [...] Creo que ha quedado suficientemente

siderado penalmente típico deje serlo, sin embargo, para otros» (Paredes Castañón, 2014, p. 798), es necesario abordar la investigación desde la realidad, más «a ras del parquet» (p. ej., los mercados del carbono¹¹¹, el mercado del bono sostenible¹¹², el mercado de derivados ASG¹¹³,

justificada por algunos autores (así, por ejemplo, Schünemann, GA, 1995, pp. 207 y ss.) la necesidad de modificar los criterios tradicionales de protección penal para lograr así que el Derecho penal sea efectivo y cumpla su función de hacer posible el orden social». La relevancia del fraude en los delitos de competencia. En concreto: maquinaciones para elevar el precio de las cosas (art. 284CP) y uso de información privilegiada (art. 285 CP). VV. AA. *¿Libertad económica o fraudes punibles? Riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial*. Marcial Pons, 2003, pp. 286-287.

¹¹¹ Vid. IOSCO publishes a final report to help its members develop sound well-functioning compliance carbon markets. IOSCO/MR/18/2023. Madrid, 17 July 2023. www.iosco.org. Cfr. Commodity Federal Trade Commission (CFTC): «Information related to potential fraud in the carbon markets including but not limited to manipulative and wash trading, «ghost» credits, double counting, fraudulent statements relating to material terms of the carbon credits, and potential manipulation of tokenized carbon markets. Whistleblower Office Issues Alert Seeking Tips Relating to Carbon Markets Misconduct. June 20, 2023. www.cftc.gov. Cfr. International Monetary Fund (IMF), Euro Area: IMF Staff Concluding Statement of the 2023. Mission on Common Policies for Member Countries. The EU is showing global leadership on the use of price-based carbon reduction mechanisms. June 16, 2023. imf.org. Cfr. Delacroix, G., Picaud, E. y Martinon, L.: «Las cuotas se subastan todos los días a las 11 de la mañana. Al principio, las transacciones representaban diariamente alrededor de un millón de toneladas de CO₂. Desde entonces, el mercado ha ganado profundidad y se ha vuelto más sofisticado. Se extiende a cerca de 18.000 instalaciones y los industriales, a través de bancos, fondos de inversión, corredores y una decena de sociedades mercantiles, ahora intercambian entre 20 y 30 millones de toneladas CO₂ al día, anticipando las futuras fluctuaciones en el precio del carbono. El mercado se ha vuelto muy interesante para los inversores. Hay que decir que el precio del carbono era inicialmente de 7 euros por tonelada, luego subió a 24 euros en agosto de 2008 y ahora ronda los 100 euros. Algunos predicen que alcanzará los 150 euros en 2030 y, mientras tanto, más del 80% de las transacciones son especulativas y ya no se relacionan con problemas medioambientales. Aunque se espera que los volúmenes disminuyan con el tiempo, estas existencias pueden convertirse potencialmente en auténticas minas de oro». *El negocio sucio del CO₂. Derecho a contaminar: cómo una medida medioambiental se convirtió en un fiasco de miles de millones de euros*. Una investigación exclusiva de *elDiario.es* y *Le Monde* revela cómo desde 2005 los fabricantes de cemento y acero de España y Francia han aprovechado las cuotas de emisiones de CO₂ que les asigna gratuitamente la UE para revenderlas y aumentar sus ganancias financieras. *elDiario.es*. 30 de mayo de 2023. www.eldiario.es. Cfr. Tribunal de Cuentas Europeo. Informe Especial 2021-2022. Finanzas sostenibles, *op. cit.*, pp. 18-19. Cfr. Pinheiro de Matos, L., Murillo Gili, R., *Carbon prices: design and macroeconomic impact*. Dossier. Energy prices: present and future. Monthly Report (MR01). January 2022, pp. 36-36. CaixaBank Research. www.caixabankresearch.com. Cfr. Delis, M., Ongena, S., Greiff, K. de, *The carbon bubble and the pricing of bank loans*. VOXEU/CEPR.27. May 2018. cepr.org/voxeu/columns/carbpn-bubble-and-pricing-banks-loans

¹¹² Vid. Delgado, M., 7th ICO Sustainable Bond Forum, *op. cit.*

¹¹³ Vid. ESMA: «Trading in the secondary market between June 2021 and December 2021 averaged EUR 57 billion per month. Most of trading in the secondary market takes places through derivative contracts. Derivative markets are dominated by compliance entities and other non-financials that are holding long positions for hedging purposes and trading with investment firms holding short positions to make a market». Final Report. Emission allowances and associated derivatives, *op. cit.*, p. 7. Cfr. Scatigna *et al.*, Achievements and challenges in ESG markets, *op. cit.* p. 94. Cfr. Gómez Yubero y Gullón Ojesto, Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad, *op. cit.*, p. 134.

el mercado de deuda soberana sostenible¹¹⁴, el mercado al contado¹¹⁵, el mercado de derivados¹¹⁶, el mercado de criptoactivos¹¹⁷ [p. ej., *crypto-asset derivatives*]¹¹⁸, el mercado DeFi¹¹⁹, el mercado de divisas, el mercado-segmento OTC¹²⁰, el mercado de repos¹²¹, los *dark pools*¹²², etc.).

- ¹¹⁴ Vid. Lupo-Pasini, F., Sustainable Finance and Sovereign Debt: The Illusion to Govern by Contract. *Journal of International Economic Law*, 2022, 25, 680-698. 22 November 2022. Oxford. doi.org/10.1093/jiel/jgac047
- ¹¹⁵ Vid. Ross, V., Comparecencia-Discurso de la Presidenta de ESMA ante el Economic and Monetary Affairs Committee European Parliament. *Spotlight on markets*. 1 December 2022, p. 9. [esma24-436-1489. www.esma.europa.eu](https://www.esma.europa.eu)
- ¹¹⁶ *Ibid.* Cfr. Griffin, J. M. y Shama, A., *Manipulation in the VIX?*, op. cit. p. 37. Cfr. Gomber, P. y Nassauer, F., Neuordnung der Finanzmärkte in Europa durch MiFIDII/MiFIR. White Paper Series no. 20. SAFE. Sustainable Architecture for Finance in Europe. Goethe University Frankfurt. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, volume 26, issue 4 2014. www.safe-frankfurt.de
- ¹¹⁷ Vid. «MiCA».
- ¹¹⁸ Vid. Guagliano, C., et al. *Crypto-assets and their risks for financial stability*. ESMA TRV Risk Analysis. ESMA 50-165-2251. 4 October 2022, p. 5. www.esma.europa.eu
- ¹¹⁹ Vid. Panetta, F., *Crypto dominos: the bursting crypto bubbles and the destiny of digital finance*. Keynote speech at the Insight Summit held at the London Business School. ECB. London, 7 December 2022. www.bis.org
- ¹²⁰ Vid. ESMA: «An increase in the relative share of options in total national volumes traded in late 2021 is development that warrants monitoring - as do trends in the less transparent OTC market segment». Final Report. Emission allowances and associated derivatives, op. cit., pp. 7-8.
- ¹²¹ Vid. cdo. 48 del Reglamento (UE) 2019/876 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 575/2013 en lo que se refiere a la ratio de apalancamiento de fondos propios y pasivos admisibles, el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de mercado, las exposiciones a entidades de contrapartida central, las exposiciones a organismos de inversión colectiva, las grandes exposiciones y los requisitos de presentación y divulgación de información, y el Reglamento (UE) núm. 648/2012. DOUE.7.6.2019 L 150/8. En adelante, «CRR». Cfr. Federal Reserve Bank of New York. Standing Repo Facility Counterparties. April 8, 2022. newyorkfed.org/markets/standing-repo-facility-counterparties.
- ¹²² Vid. Aquilina, M., Foley, S., O'Neill, P. y Ruf, T., *Sharks in the dark: quantifying HFT dark pool latency arbitrage*. BIS Working papers no. 1115. August 2023. [bis.org/publ/work1115.pdf](https://www.bis.org/publ/work1115.pdf). Cfr. Chicago Tribune. Editorial: Those stock market «dark pools» need transparency and light, by The Editorial Board. Chicago Tribune. Feb 28, 2022. www.chicagotribune.com. Cfr. Morris, K.: «SEC Chairman Gary Gensler attended the European Parliament ECON Committee meeting. Gensler offered new information about the current *dark pool* crisis plaguing this institutional trading world. He said: «[We are] seeing a great deal of concentration, really found around this small handful of market makers that are buying a significant portion of the retail activity in the US. And we have approximately half of our market now not going to the lit exchange, they are going to the dark pools and the wholesalers (who are also dark). So there are some inherent conflicts». Twitter@GaryGensler: «We must guard against fraud and manipulation, whether from big actors, hedge funds, or elsewhere». They have been one of Gensler's main focuses during his tenure as SEC Chair, as he views them as manipulation. This also echoes the overarching theme of the USSEC, which is one of abject transparency» SEC Chief: About «Half of Our Markets» Go to Dark Pools. Dark Pools continue to erode the integrity of the American stock market. Gensler sees this-will take action? The Tokenist, September 02, 2021. [tokenist.com](https://www.tokenist.com). Cfr. Mascareñas, J., Mercado Financiero de Renta Variable (Financial Market on Variable Income Securities), 2018, Universidad Complutense de Madrid, p. 27-32. Cfr. Rey Miró, D. y Piffaut, P. V.: «Es importante enfatizar que no se ha

En cuarto lugar, a la ciencia económico-financiera (la teoría microeconómica)¹²³, para deslindar e interpretar la acción delictiva¹²⁴ y la antijuricidad material. En concreto, por un lado, la inglesa con Keynes (1936), al entender que «existe la inestabilidad debido a ser característica de la naturaleza humana», y, por otro, la norteamericana (Minsky, 1992)¹²⁵, que planteó la hipótesis de que la «inestabilidad financiera» es inherente al capitalismo, generando conflictos en la regulación entre la integridad del mercado y la estabilidad financiera (Spatt, 2010). Así, se ha comprobado con los derivados extrabursátiles OTC¹²⁶

tenido en cuenta los *dark pools* como operaciones fuera de horario oficial de negociación en otras plataformas, los cuales pueden presentar diferentes condiciones de negociación comparado con un mercado oficial», Índice de Calidad Financiera (ICF), *op. cit.* Cfr. Petrescu, M. y Wedow, M., Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications. Occasional Paper Series no. 193. July 2017. European Central Bank. www.ecb.europa.eu. Cfr. Gomber, P., The German Equity Trading Landscape. White Paper no. 34. SAFE. Sustainable Architecture for Finance Europe. Goethe University Frankfurt. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(4). February 2016, pp. 6-8. www.safe-frankfurt.de. Cfr. Yadav, Y., Dark pools and the decline of Market Governance, Vanderbilt Law School, Feb. 13, 2017. Cfr. Gómez-Jara Díez, C., *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Marcial Pons, 2014, pp. 100-103. Cfr. Gil de Blas, C. y González Pueyo, J., Villanueva Fresán, M.^a V., *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*. Documentos de Trabajo núm. 50. CNMV, agosto 2011. www.cnmv.es. Cfr. Dodd, R., Opaque Trades. Finance&Development. March 2010. www.imf.org

¹²³ Vid. Paredes Castañón: «Resulta imprescindible un análisis más realista, más «a ras de suelo». Es decir, más atento a lo que la ciencia económica tiene que decirnos acerca de la realidad (económica) en que la acción delictiva ha de incidir. Una realidad que –conviene resaltarlo– no es uniforme sino más bien variopinta», *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios, op. cit.*, p. 796.

¹²⁴ *Ibid.*

¹²⁵ Cfr. Boyarchenko, N., Favara, G. y Schularick, M.: «Glossary. *Financial instability». *Financial Stability Considerations for Monetary Policy: Empirical Evidence and Challenges*. Finance and Economics Discussion Series 2022-006. Board of Governors of the Federal Reserve System. February 2022, p. 16.

¹²⁶ Vid. Esteve Pardo, J., Los derivados extrabursátiles. Retos y contradicciones de su regulación, *Regulación bancaria: transformaciones y Estado de Derecho*. María Amparo Salvador Armendáriz (Directora). VV. AA. Thomson Reuters Aranzadi - ICS Universidad de Navarra. Instituto de Cultura y Sociedad, 2014. pp. 321-343. Cfr. Banco de España/CNMV/SEC. Memorandum of Understanding, Cross Border Over-the-Counter Derivatives Entities «MAR»; «MiFID»; Anti-Money Laundering Directive, Directive (EU) 2015/849; Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection of 2010, 21 October 2021, pp. 4-5. Cfr. cdo. 8 «MAR»: [...] instrumentos financieros que se negocian únicamente en mercados no organizados (OTC); cdo. 9 «MAR»: Cuando un instrumento financiero se utiliza como precio de referencia, un derivado negociado en un OTC puede utilizarse para beneficiarse de precios manipulados o para manipular el precio de un instrumento financiero negociado en un centro de negociación [...]. El presente Reglamento se aplica asimismo a los casos en que el precio o el valor del instrumento negociado en un centro de negociación dependa del instrumento negociado en un OTC. Cfr. Gómez-Jara Díez, C., *La protección penal transnacional de los mercados financieros, op. cit.* p. 68. Cfr. Esteve Pardo, J., Los derivados extrabursátiles. Retos y contradicciones de su regulación. *Regulación Bancaria. Transformaciones y Estado de Derecho*. VV. AA. ICS Universidad de Navarra. Thomson Reuters-Aranzadi, 2014, pp. 321-341. Cfr. Salonen, A. P., *Transnational Law of the Over-the-Counter Derivatives Market. A Study of the Interactions between Finance and Law*. Faculty of Law. University of Helsinki. Finland, 2019. Cfr. Dudley, W. C., Global Financial Stability-the Road Ahead. Speech. February 26, 2014. Reserve Bank of New York. Cfr. Coffee, J. C. Jr., Extraterritorial Financial Regulation, *op. cit.*, pp. 3, 25-52-75.

(p. ej., *caso Archegos*)¹²⁷, (p. ej., *caso Greensill Capital*)¹²⁸, que «comprometen» la estabilidad financiera¹²⁹, el *shadow banking*¹³⁰, en la falta de transparencia en los mercados¹³¹ y, actualmente, parece ser, que acontece con el cambio climático y la consiguiente intervención de las aseguradoras y la industria financiera (Stiglitz, 2022, p. 58).

3.1. La estabilidad financiera de los mercados financieros sostenibles

Desde la crisis financiera de 2008¹³² y de la soberana de 2012¹³³, en la regulación de los mercados financieros angloamericanos y europeos por las autoridades reguladoras, super-

¹²⁷ Vid. Bank of England, The Prudential Regulation Authority has fined Credit Suisse International and Credit Suisse Securities (Europe) Ltd. Pounds 87 million for significant failures in risk management and governance between 1 January 2020 and 31 March 2021, in connection with firms' exposures to Archegos Capital Management. 24 July 2023. bankofengland.co.uk. Cfr. Board of Governors of the Federal Reserve System. In the matter of: UBS Group AG, Credit Suisse Ag, Credit Suisse Holdings (USA), Inc., Credit Suisse AG, New York Branch. Archegos Capital Management. Penalty \$268,494,109. 20. Docket nos. 23014-B-FB, et. al. federalreserve.org. Cfr. Murillo Gili, R., *La intervenció del Silicon Valley Bank i les seves implicacions*. Mercats Financers. Focus. IM04. CaixaBank Research. Abril 2023, pp. 9-10. www.caixabankresearch.com. Cfr. Bouveret, A. y Haferkom, M., *Leverage and derivatives-the case of Archegos*. Financial Stability. TRV Risk Analysis. ESMA document. 50-165-2096. May 2022. www.esma.europa.eu.

¹²⁸ Vid. Murillo Gili, R., *La intervenció del Silicon Valley Bank i les seves implicacions*, op. cit., p. 9.

¹²⁹ Vid. cdo. 4 del Reglamento (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. DOUE 27.7.2012 L 201/1. Cfr. Reglamento (UE) 2019/876 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 575/2013.

¹³⁰ Vid. Reglamento (UE) 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización y por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 648/2012. DOUE 23.12.2015 L 337/1. Cfr. Becard, Y. y Gauthier, D., *Banks, shadow banks, and business cycles*. Bank of England. Staff Working Paper no. 907, February 2021. Cfr. Judge, K., *Information Gaps and Shadow Banking*. The Center for Law and Economic Studies. Columbia University School of Law. WP no. 529. 103 Virginia Law Review 2017. clsbluesky.law.columbia.edu. Cfr. Chen et al., What we Learn From China's Rising Shadow Banking: Exposing the Nexus of Monetary Tightening and Bank's Role in Entrusted Lending. WP. 21890, January 2016. National Bureau of Economics Research. Cfr. Avgouleas, E., *Regulating Financial Innovation: A multifaced Challenge to Financial Stability. Consumer Protection and Growth*, February 10, 2015, pp. 8-17. papers.ssrn.com/sol3/paper/abstract_id=2458335. Cfr. Dudley, W. C., *Global Financial Stability*, op. cit. Cfr. Palá Laguna, R., *Shadow Banking*. La Reforma Bancaria en la Unión Europea y España. El modelo de regulación surgido de la crisis. AA. VV. Civitas-Thomson Reuters. 2014, pp. 377-425. Cfr. Tiedemann, K., *Manual de Derecho penal económico. Parte General y Especial*. Tirant lo Blanch, 2010, p. 380.

¹³¹ Vid. Dudley, *Global Financial Stability*, op. cit.

¹³² Vid. cdo. 7 Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia. DOUE 17.11.2009 L 302/2.

¹³³ Vid. Arqué, G., Fernández, E. y Plata García, C. T., *¿Un sistema europeo de garantía de depósitos?* Fundación ICO. Anuario del Euro 2016, pp. 175-178. www.fundacionico.es. Cfr. Carmassi et al., *Completing*

visoras y los bancos centrales, el concepto normativo de la estabilidad financiera constituye un nuevo paradigma, ahora asociado al cambio climático¹³⁴, al decrecimiento económico¹³⁵ y al ecoblanqueo en los mercados ASG¹³⁶. ESMA¹³⁷ e IOSCO¹³⁸ han identificado sectores en los que actualmente se percibe que los riesgos y problemas relacionados con los mercados ASG y del carbono tienen el mayor potencial en la protección de los inversores, el orden de los mercados y la estabilidad financiera. Sin embargo, ¿qué se entiende por finanzas sostenibles?¹³⁹, ¿cómo se mide la estabilidad financiera?¹⁴⁰, ¿la estabilidad financiera está

the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme. Who is afraid of cross-subsidiation? European Central Bank. Occasional Paper Series. No. 208/April 2018. www.ecb.europa.eu

- ¹³⁴ Vid. cdo. 14: «La suma de múltiples decisiones de inversión que no tienen debidamente en cuenta los riesgos con la sostenibilidad puede crear riesgos sistémicos que amenacen la estabilidad financiera. El Banco Central Europeo (BCE) y organizaciones internacionales como el Consejo de Estabilidad Financiera han llamado la atención sobre estos riesgos sistémicos, en particular por lo que respecta al clima». Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) núm. 537/2014 y la Directiva 2004/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad de las empresas. DOUE 16.12.2022. L 322/15. En adelante, «CSRD», siglas en inglés. Cfr. Crisóstomo, R., *Riesgo de transición en los fondos de inversión españoles*. Boletín Trimestre I. 2023. CNMV, p. 79. www.cnmv.es. Cfr. Walker, C. J., *Climate Change and Financial Stability*. Speech. May 11, 2023, p. 2. IE University-Banco de España-Federal Reserve Bank of St. Louis Conference. Challenges in Economics and Finance. Madrid. www.big.org. Cfr. Sitiglitiz, J. E., *Green Swan 2021*, op. cit., p. 58. Cfr. Brunetti, C. et al., *Climate-Related Financial Stability Risks for the United States: Methods and Applications*. Finances and Economics Discussion Series 2022. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, 2022. doi.org/10.17016/FEDS.2022.043, p. 23.
- ¹³⁵ Vid. Olk, C., Schneider, C. y Jason, H., *How to pay for saving the world: Modern Monetary Theory for a degrowth transition*. Ecological Economics. Volume 214, December 2023. doi.org/10.1016/j.ecolecon.2023.107968
- ¹³⁶ Vid. cdo. 2, «CSRD» L 322/16. Cfr. Brunetti, et al., *Climate-Related Financial Stability Risks*, op. cit., p. 23. Cfr. Goldamn, N. C. y Zhang, Y., *Social Washing or Credible Communication?*, op. cit.
- ¹³⁷ Esma: «a. Investment management; b. Investment services; c. Issuers' disclosure and governance; d. Benchmarks; e. Ratings (credit ratings and ESG ratings); f. Trading and post-trading; g. Financial innovation». Sustainable Finance Roadmap 2022-2024. 10 February 2022, p. 9. ESMA30-379-1051. www.esma.europa.eu
- ¹³⁸ IOSCO, Compliance Carbon Markets. Final Report, p. 18. FR/09/23. July 2023. www.iosco.org
- ¹³⁹ Vid. Tribunal de Cuentas Europeo: «Finanzas sostenibles. La incorporación de consideraciones medioambientales sociales y de gobernanza en las decisiones empresariales y de inversión en el sector financiero». Finanzas sostenibles: La UE necesita una actuación más coherente, op. cit. Glosario, p. 81. Cfr. Teng Chua, H., et al., Sustainable Finance' Chapter 6. Global Finance Stability Report. IMF. October 2019. Lower for longer. www.imf.org. Cfr. Naciones Unidas. Asamblea General. Transformar nuestro mundo: la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible. Resolución aprobada el 25 de septiembre de 2015. Septuagésimo periodo de sesiones. Temas 15 y 116 del programa.
- ¹⁴⁰ Vid. Buch, C.: «There is no simple metric that measures "financial stability". Rather, financial stability is shaped by the complex interaction between the financial products that are offered market structure, leverage and governance of financial institutions, regulation and not least, the incentives and objectives of the people who are providing these financial services». *Are crypto-assets a threat to financial stability?*. Speech prepared for the seminar series Women in Finance - University of Hohenheim. 25 April 2023.

disociada de la monetaria?¹⁴¹. La estabilidad del sistema financiero, asimismo, consta como «valor público objeto de protección», en primer lugar, en la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los mercados de valores y de los servicios de inversión¹⁴². En segundo lugar, en el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros¹⁴³. En tercer lugar, en la Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019¹⁴⁴; en cuarto lugar, el Reglamento (UE) núm. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una autoridad europea de supervisión –ESMA–¹⁴⁵; en quinto lugar, la normativa de la Comisión Europea sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado, la Directiva «MADII»¹⁴⁶ (norma secundaria); en sexto lugar, en el Reglamento de abuso de mercado «MAR»¹⁴⁷ (norma secundaria); en séptimo lugar, en la directiva y en el Reglamento relativos a los instrumentos financieros «MiFIDII/MiFIR» (norma primaria). En octavo lugar, en el Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 2022, sobre un régimen piloto de infraes-

BIS. [bis.org/review/r230426b.htm](https://www.bis.org/review/r230426b.htm). Cfr. Walker, C. J., «Financial stability is at the core of the Federal Reserve and our mission. The Federal Reserve was created in 1913, following the Banking Panic of 1907, with the goal of promoting financial stability avoiding banking panics. [...]The Federal Reserve's goal in financial stability is to help ensure that financial institutions and financial markets remain able to provide critical services to households and businesses so that the can continue to support a well-functioning economic through the business cycle [...]. Take, for example, Detroit. In 1950, Detroit was the fifth largest city in the United States, but now it isn't even in the top 20, after losing two-thirds of the population [...] yet the decline in Detroit's population, and commensurate decline in property values, did not pose a financial stability risk to the United States», *Climate Change and Financial Stability*, op. cit., p. 2,7. Cfr. Montilla, A. y Del Val, D., *Consideraciones sobre estabilidad financiera en tiempos de endurecimiento monetario*. Mercados financieros. Focus. Informe mensual 478. Mayo 2023. CaixaBank Research, pp. 9-10. [caixabanresearch.com](https://www.caixabanresearch.com)

¹⁴¹ Vid. Schnabel, I., *Monetary and financial stability-can they be separated?* Speech at the Conference on Financial Stability and Monetary Policy in the honour of Charles Goodhart. London, 19 May 2023. [bis.org/review/r230522i.pdf](https://www.bis.org/review/r230522i.pdf)

¹⁴² Preámbulo III.

¹⁴³ Vid. cdo. 19. «El análisis de los factores de sostenibilidad durante los procesos de asesoramiento y toma de decisiones de inversión puede brindar beneficios que trasciendan los mercados financieros, ya que puede incrementar la resiliencia de la economía real y la estabilidad del sistema financiero. Resulta, por tanto, fundamental que los participantes en los mercados financieros y los asesores financieros proporcionen la información necesaria para que los inversores finales puedan adoptar decisiones de inversión fundamentadas». DOUE L 317/4. 9.12.2019. «SFDR».

¹⁴⁴ Relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión y por la que se modifican las Directivas 2002/87/CE, 2009/65/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE y 2014/65/UE. DOUE 5.12.2019. Vid. en concreto cdo. 7 L 314/65 y cdo. 14 L 314/66.

¹⁴⁵ Siglas en inglés. Vid. cdo. 11) L 331/84. Reglamento que modifica la Decisión núm. 716/2009CE y se deroga la Decisión 2009/77 de la Comisión. DOUE 15.12.2010.

¹⁴⁶ Cdo. 18 L 173/81.

¹⁴⁷ Cdo. 52. L 173/10; cdo. 73 L 173/14; art. 17.5.a. »información privilegiada», L 173/35.

estructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado¹⁴⁸. Y, en octavo lugar, en el Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero¹⁴⁹.

Concepto normativo mencionado por economistas¹⁵⁰ y penalistas¹⁵¹ ante, por un lado, la persistencia en los mercados financieros de asimetría informativa¹⁵², por ejemplo, con el precio del bono verde y el riesgo de ecoblanqueo (*greenwashing*); asimetría informativa mencionada por el «SFDR»¹⁵³, el Reglamento (UE)2019/2089¹⁵⁴; y de asimetría «en el tratamiento

¹⁴⁸ Cdo. 6. Se modifican «MiFIDII/MiFIR» y el Reglamento (UE) 909/2014. DOUE 2.6.2022. L 151/3, con remisión específica al «MAR». En adelante, «DLT».

¹⁴⁹ Modifica los Reglamentos (CE) núm. 1060/2009, (UE) núm. 648/2012, (UE) núm. 600/2014, (UE) núm. 909/2014 y (UE) 2016/1011. Vid. cdo. 8. L 333/3. DOUE. 27.12.2022. En adelante, «DORA».

¹⁵⁰ Vid. Gao, Y. y Schmittmann, J. M., *Green Bond Pricing and Greenwashing under Asymmetric Information*. IMF Working paper WP/22/246. December 2022. imf.org. Cfr. Stiglitz, J. E., Green Swan 2021, *op. cit.* Cfr. Brunetti, et al., *Climate-Related Financial Stability Risks*, *op. cit.*, p. 58. Cfr. Osborne, S., *The Asymmetric Private Information Mask: A Comparative Analysis of Private Equity and Tender/Merger Offers*. School of Accountancy, QUT Business School, QLD, September 11, 2019. ssrn.com/abstract=3440999. Cfr. Lof, M. y Van Bommel, J., *Asymmetric Information and the Distribution of Trading Volume*. Aalto University School of Business. University of Luxembourg. May 29, 2019. ssrn.com/abstract=2720187

¹⁵¹ Vid. Segrelles de Arenaza, I., *Delitos de manipulación de los mercados financieros. Derecho Penal de Sociedades Mercantiles*. Bernardo del Rosal Blasco (Coordinador). VV. AA. Thomson Reuters Aranzadi, 2022, pp. 508-531. Cfr. Nieto Martín, A. y Foffani, L., *Abusos de mercado y Derecho penal: España e Italia frente al impulso europeo*. Liber Amicorum. VV. AA. Estudios Jurídicos en Homenaje al prfo. Dr.h.c. Juan Terradillos Basoco. Tirant lo Blanch, 2018, p. 341. Cfr. Paredes Castañón, J. M., *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores*, *op. cit.*, pp. 797, 802 y 811.

¹⁵² Cfr. STS, Sala Primera, núm. 21/2021, de 21 de enero de 2021, recurso núm. 3005/2018, ponente Seoane Spiegelberg. Contrato de permuta financiera (Swaps). Norma primaria, «MiFIDI». F. D. primero: «[...] asimetría de conocimientos existentes entre las partes con respecto a las características del producto financiero». Cfr. Aquillina, M., Foley, S., O'Neill, P. y Ruf, T., *Sharks in the dark: quantifying HFT dark pool*, *op. cit.* Cfr. Gao, Y., Schmittmann, J. M., *Green Bond Pricing and Greenwashing under Asymmetric information*. International Monetary Fund. WP/22/246.2022 DEC. www.imf.org. Cfr. Gambacorta, L., Gambacorta, R. y Mihet, R., *FinTech, investor sophistication and financial portfolio choices*. BIS Working Papers no. 1091. April 2023. bis.org/publ/work1091.pdf. Cfr. Paredes Castañón, J. M., *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores*, *op. cit.*, pp. 797, 802 y 811.

¹⁵³ Vid. cdo. 10: «El presente Reglamento tiene como finalidad reducir las asimetrías de información en las relaciones comitente-agente respecto de la integración de los riesgos de sostenibilidad, el análisis de las incidencias adversas en materia de sostenibilidad, la promoción de características ambientales sociales, así como de la inversión sostenible, al requerir de los participantes en los mercados financieros y asesores financieros la divulgación de los inversores finales de información precontractual y en curso cuando actúen como agentes de dichos inversores finales». Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros». DOUE 9.12.2019 L 317/3.

¹⁵⁴ Vid. cdo. 18: «Los usuarios de los índices de referencia no siempre cuentan con la información necesaria para saber en qué medida la metodología empleada por los administradores tiene en consideración los factores ASG. A menudo, dicha existente está dispersa o no existe y no permite una comparación eficaz transfronteriza con fines de inversión», Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo,

de la financiación a corto plazo, como las operaciones con pacto de recompra y las operaciones de préstamo a corto plazo, como los pactos de recompra inversa» generada por la expansión *soft law* (p. ej., CSBB, en el marco de Basilea III)¹⁵⁵, así como de irracionalidad¹⁵⁶. Y, por otro, el riesgo sistémico de los mercados del carbono¹⁵⁷ con precios desorbitados¹⁵⁸ causantes de una *new greenflation*¹⁵⁹ (burbuja material)¹⁶⁰, unidos al de combustibles fósiles, al «tratamiento de las operaciones con derivados en la ratio de financiación estable neta (NFSR)»¹⁶¹ elaborada por el CSBB, a los *crypto-asset derivatives* muy especulativos¹⁶², al *green bond markets* mediante productos financieros (p. ej., *asset-backed security* [ABS])¹⁶³ y al *green swan*¹⁶⁴. Planteándose escenarios con posibles graves consecuencias para el sistema financiero global muy superiores a la quiebra de Lehmann Brothers¹⁶⁵.

de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia. DOUE 9.12.2019 L 317/19.

- ¹⁵⁵ Vid. cdo. 49 «CRR» L 150/8. Cfr. Nieto Martín, A., *Protección penal de la competencia y del mercado de valores*, op. cit., pp. 80 y 398. Cfr. Feijóo Sánchez, B., *El Derecho penal español frente a fraudes bursátiles transnacionales*, op. cit., pp. 884.
- ¹⁵⁶ Vid. Paredes Castañón, J. M., *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores*, op. cit., p. 811.
- ¹⁵⁷ Vid. European Systemic Risk Board (ESRB), Positively green: Measuring climate change risks to financial stability. European System of Financial Supervision. European Central Bank. June 2020. esrb.europa.eu. Cfr. Stiglitz, J. E., *Green Swan 2021*, op. cit., p. 58.
- ¹⁵⁸ Vid. Stiglitz, J. E., *Green Swan 2021*, op. cit., p. 57.
- ¹⁵⁹ Vid. Roubini, N., *The Age of Megathreats*. Project Syndicate. Nov. 4, 2022. project-syndicate.org
- ¹⁶⁰ Vid. Gómez Yubero, M.^a J., Gullón Ojesto, B. y Palomero Aguilera, M., *Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad*, op. cit., p. 123. Cfr. Borio, C., Claessens, S. y Tarashev, N., *Finance and Climate Change Risk: Managing Expectations*. Econ Pol Forum 1 2023 January Vol. 24. CES IFO Institute, p. 6. www.econpol.eu. Cfr. Delis, M., Ongena, S. y De Greiff, K., *The carbon bubble and the pricing of bank loans*. VOXEU Colum. Environment. Financial Markets, 27 May 2018. cepr.org/vox-eu/columns
- ¹⁶¹ Vid. Cdo. 48 L 150/8; art. 449 bis (Divulgación de información sobre riesgos ambientales, sociales y de gobernanza) (riesgos ASG) («CRR») L 150/201; Cfr. art. 449 a) y d) sobre contratos de derivados del Reglamento de Ejecución (UE) 2021/637 de la Comisión de 15 de marzo de 2021, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a la divulgación pública por las entidades de la información a que se refiere la parte octava, títulos II y III del («CRR»). 21.4.2021 DOUE L 236/265. Cfr. FSB, *Supervisory and Regulatory Approaches to Climate-related Risks*, op. cit., p. 8.
- ¹⁶² Vid. Guagliano, C. et al., *Crypto-assets and their risks for financial stability*. ESMA, TRV, Risk Analysis. ESMA 50-165-2251. 4 October 2022, op. cit., p. 5. www.esma.europa.eu. Cfr. Panetta, F., *Crypto dominos: the bursting crypto bubbles*, op. cit.
- ¹⁶³ Vid. OECD, *Financial Markets and Climate Transition*, op. cit., p. 94. Cfr. Schünemann, B., *La llamada crisis financiera: ¿fracaso del sistema o crimen organizado? Delincuencia, finanzas y globalización*. VV. AA. (ed. Amando Fernández Stenko). Centro de Investigaciones Sociológicas, 2013, pp. 335-370.
- ¹⁶⁴ Vid. Stiglitz, J. E., *Green Swan*, op. cit. Cfr. OECD, *Financial Markets and Climate Transition*, op. cit., p. 99.
- ¹⁶⁵ Cfr. Casos Credit Suisse, Silicon Valley Bank, First Republic, Signature, Deutsche Bank, etc.

La doctrina europea ha calificado la estabilidad financiera como un nuevo mantra y casi una mutación constitucional¹⁶⁶, por un lado, con la creación de la ESMA asumiendo el deber de «proteger valores públicos como la integridad y estabilidad del sistema financiero»¹⁶⁷. Y, por otro, con la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, «por el que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión»¹⁶⁸.

No obstante, hay que tener en cuenta que el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE), al dictar sentencias sobre abuso de mercado¹⁶⁹, no menciona de forma expresa el concepto estabilidad financiera y que la Fiscalía Europea carece de competencias sobre la materia¹⁷⁰, aunque sí Eurojust¹⁷¹ sobre «operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado financiero», pero que en la práctica es intrascendente por inoperatividad¹⁷², al

¹⁶⁶ Vid. Comparato, G., Financial stability in private law: intersections, conflicts, choices. *Common Market Law Review* 58. 2021 Kluwer Law International, p. 392. Cfr. Tuori and Tuori, *The Eurozone Crisis. A Constitutional Analysis* (Cambridge University Press, 2014), p. 117. La mutación se refiere, en concreto, al artículo 127.5 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), DOUE 30.3.2010 C83/175. Situado en el capítulo 2 sobre la política monetaria donde se menciona la «estabilidad del sistema financiero» vinculada al Sistema Europeo de Bancos Centrales («SEBC»).

¹⁶⁷ Vid. cdo. 11 del Reglamento (UE) núm. 1095 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados). DOUE 15.12.2010 L 331/86.

¹⁶⁸ Directiva 2014/59/UE, por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE, 2013/36/UE y los Reglamentos (UE) núms. 1093/2010 (UE) y 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo. L 173/190 DOUE 12.6.2014.

¹⁶⁹ Por todas, STJUE (Gran Sala) de 15 de marzo de 2022, asunto C-302/20, ponente F. Biltgen. Sr. A v. Autorité des Marchés Financiers (AMF), FJ 33-43. Cfr. STJUE, Sala 2.ª, de 28 de junio de 2012, asunto C-19/2011. Markus Gelit v. Daimler AG. Ponente U. Löhms.

¹⁷⁰ Vid. artículo 2 *Ámbito de aplicación*. Ley Orgánica 9/2021, de 1 de julio, de aplicación del Reglamento (UE) 2017/1939, de 12 de octubre de 2017, por el que se establece una cooperación reforzada para la creación de la Fiscalía Europea. BOE Núm. 157, 2 de julio de 2021. Dinamarca, Países Bajos, Hungría, Irlanda y Suecia quedan fuera. Cfr. Sabadell Carnicero, C., La competencia material de la Fiscalía Europea. *Diario La Ley*, núm. 10298. 1 de junio de 2023. Cfr. Nieto Martín, A., *Protección penal de la competencia y del mercado de valores*, op. cit., p. 77.

¹⁷¹ Vid. Anexo I del Reglamento (UE) 2018/1727 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de noviembre de 2018 sobre la Agencia de la Unión Europea para la Cooperación Judicial Penal (Eurojust) y por la que se sustituye y deroga la Decisión 2002/187/JAI del Consejo. DOUE 21.11.2018. 295/138.

¹⁷² Vid. Luchtman, M. J. J. P. y Vervaele, J. A. E.,: «[...] en última instancia, las autoridades judiciales nacionales tomarán una decisión sobre si van a iniciar las investigaciones penales o no». Aplicación del régimen de abuso de mercado (operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado): ¿Hacia un modelo integrador de la aplicación de la ley penal y administrativa en la UE? Traducido del inglés al español a cargo de Luz María Palomero Rojo. *Política criminal ante el reto de la delincuencia transnacional*. VV. AA. Ana Isabel Pérez Cepeda (Dir.), Ediciones Universidad de Salamanca. Tirant lo Blanch, 2016, p. 789.

ser competencia de las autoridades supervisoras nacionales¹⁷³. En mi opinión, la técnica jurídica utilizada para regular el abuso de mercado por la Comisión Europea se realiza acorde con los intereses (*private interest theories of regulation*)¹⁷⁴ de los *lobbies* en Bruselas (grandes empresas y multinacionales)¹⁷⁵.

Donde el TJUE¹⁷⁶ sí se ha pronunciado de forma clara es en «garantizar la estabilidad del sistema bancario y financiero» interpretando la norma primaria¹⁷⁷. Ante esta posición jurisprudencial, surge la pregunta: ¿esta interpretación de la norma primaria es extensible a la norma secundaria? En mi opinión, la respuesta es negativa. Parafraseando a Feijóo Sánchez (2019, pp. 142-143), «el orden socio-económico hace referencia más bien a un fin político-criminal de un nivel de abstracción tan elevado que no condiciona los requisitos para determinar la tipicidad de una conducta». Máxime, si las infraestructuras (p. ej., ciberseguridad-*quantum computers*)¹⁷⁸ pueden ser causa de disfunciones al quedar obsoletas impactando seriamente en la estabilidad financiera¹⁷⁹. Por un lado, en proveedores de servicios no regulados (p. ej., *crypto-asset service providers* [CASPJ])¹⁸⁰; y, por otro, en infraestructuras reguladas que ofrecen productos comerciales y servicios de compensación de *crypto-asset derivatives*¹⁸¹, pero, estando expuestas, aunque sea temporalmente, a la volatilidad del mercado y a los riesgos asociados con terceros¹⁸². No obstante, estas

¹⁷³ Vid. Ross, V., Comparecencia-Discurso de la Presidenta de ESMA ante el Economic and Monetary Affairs Committee European Parliament, p. 2, *op. cit.*

¹⁷⁴ Vid. Den Hertog. Review of Economic Theories of Regulation. Discussion paper Series nr. 10-18. Tjalling C. Keopmans Research Institute Utrecht School of Economics. Utrecht University. Dec. 2010, p. 2. www.uu.nl/rebc/economie/discussionpapers

¹⁷⁵ Cfr. Hayek, Derecho, Legislación y Libertad. *El orden político de una sociedad libre*. Vol. 3. Traducción del inglés por Luis Reig Albiol. Unión Editorial, 1976, pp. 41-42. Cfr. Mulcahy, Lobbying in Europe. Hidden Influence, Privileged Access, 2015, p. 19. www.transparency.org

¹⁷⁶ Vid. STJUE (Sala Tercera) de 5 de mayo de 2022, asunto C-410/20. Banco Santander, SA, y J.A.C./M.C.P.R. Ponente N. Piçarra, citando reiterada jurisprudencia. Cfr. Tapia Hermida, J. A., Estabilidad financiera vs. Accionistas de bancos rescatados. *El Blog de Alberto J. Tapia Hermida*.

¹⁷⁷ Vid. Directiva 2014/59/UE; art. 1307 CC; Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de inversión que transpone la mencionada Directiva y la Decisión SRB/EES/2017/08 de la Junta única de Resolución de 7 de junio de 2017 del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

¹⁷⁸ Vid. «DORA». Cfr. Cdo. 69 «(CRR)» L 150/12. Cfr. Bank for International Settlements (BIS), Project Leap. Quantum-proofing the financial system. June 2023. www.bis.org. Cfr. EBA/ESMA/EIOPA, Joint Committee of the European Supervisory Authorities, 2022 Work Programme, *op. cit.* pp. 5-6. www.esma.europa.eu. Cfr. Lacroix, K., ESG's «Biggest Risk»? , *op. cit.*

¹⁷⁹ Vid. BIS, Project leap. Quantum, *op. cit.*

¹⁸⁰ Vid. «MiCA».

¹⁸¹ *Ibid.*

¹⁸² Vid. García Ocampo, D., Branzoli, N. y Cusmano, L., *Crypto, tokens and DeFi: navigating the regulatory landscape*. Financial Stability Institute. FSI Insights on policy implementation. No. 49. May 2023. bis.org/fsi/pub/insights49.pdf. Cfr. Guagliano, C., *et al.*, *Crypto-assets and their risks for financial stability*, *op. cit.*, p. 11.

actividades no afectan directamente en la estabilidad financiera de los mercados tradicionales de forma general, aunque sí particularmente en el mercado *cryptoasset system*¹⁸³.

Sin embargo, parafraseando a Peirce (2023)¹⁸⁴, surgen preguntas en el ámbito de los mercados ASG y del carbono: ¿puede ser causa de inestabilidad financiera la presión internacional para converger¹⁸⁵ en un solo conjunto de estándares¹⁸⁶, que comporte que erróneas decisiones adoptadas por cada jurisdicción¹⁸⁷ mediante similares políticas de capital motivadas por ries-

¹⁸³ Vid. Consultative Group of Directors of Financial Stability (CGDFS), *Financial stability from cryptoassets in emerging market economies*. August 2023. BIS Papers. No. 138. www.bis.org

¹⁸⁴ Cfr. Chaigneau, P. y Shauguet, N.: «The harmonization ESG ratings may have a counterproductive effect. Indeed, we have shown that gaming ESG ratings (e. g. greenwashing) is harder to accomplish when there are several different competing measures of ESG performance, i.e. several ESG raters that use a verity of methodologies». *ESG ratings for Corporate Governance*. January 2023, p. 25. ssrn.com/abstract=4345102

¹⁸⁵ Vid. cdo. 43, párrafo segundo: «Las normas de la Unión deben tener en cuenta cualquier norma de presentación de información sobre sostenibilidad elaborada bajo los auspicios de la Fundación de las Normas Internacionales de Información Financiera. Para evitar una fragmentación innecesaria de la regulación que pudiera tener consecuencias negativas para las empresas que operan a escala mundial, las normas de presentación de información sobre sostenibilidad de la Unión deben contribuir al proyecto de convergencia de las normas de presentación de información sobre sostenibilidad a escala mundial, apoyando la labor del Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad (ISSB)». «CSRD» L 322/29. Cfr. Mosca, Ch. y Picciau, Ch., *Inside Information and Issuer Disclosure Obligation: The Long Way to Convergence between the European Union and the United States. Research Handbook on Global Capital Markets Law*, edited by Iris H-Y Chiu and Iain G. MacNeil, Edward Elgar Publishing Ltd. July 23, 2022. ssrn.com/abstract=4376881. Cfr. Jeber, R., *The Convergence of Financial and ESG Materiality: Taking Sustainability Mainstream*. American Business Law. September 2019.

¹⁸⁶ Vid. European Commission. Annex I European Sustainability Reporting Standard (ESRS). Annex to the Commission Delegated Regulation (EU) / Supplementing Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council as regards sustainability reporting standards. Brussels, 31. 7. 2023. C(2023)5303 final. ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/csrd-delegated-act.2023-5303-annex-1_en.pdf. Cfr. IOSCO endorsement assessment of the ISSB standards for sustainability related disclosures. 26 jun. 2023. www.iosco.org. Cfr. CNMV: «En relación con las medidas financieras que utilizan una referencia o calificación ASG (p. ej., facturación verde, CAPEX sostenible...), y considerando su carácter novedoso, se recuerda que se considerarán APM asimismo si no se han determinado de acuerdo con estándares obligatorios, recogidos en la normativa aplicable, tales como el Reglamento de Taxonomía o el Reglamento de divulgación (SFDR), por sus siglas en inglés». La CNMV recuerda a las sociedades cotizadas que deben explicar mejor sus medidas alternativas de rendimiento para no confundir a los inversores, *op. cit.*, p. 2. Cfr. Cambón Murcia, M.^a I. e Ispierto Maté, A., *Características de las IIC sostenibles españolas en 2020*. Documentos de Trabajo núm. 77. Febrero 2022, p. 15. www.cnmv.es. Cfr. Wuermeling, J., *Setting regulatory standards for unified framework in the financial sector - Germany at the heart of Europe as a FinTech hub*, *op. cit.*

¹⁸⁷ Vid. OECD. *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*. OECD Publishing, p. 46 y ss. doi.org/10.1787/ed/50b30-en. Cfr. La posición de dominio de UBS, con posibles prácticas de oligopolio -tras la quiebra y compra del *Credit Suisse* con cuantiosas pérdidas para inversores AT1- tanto en Suiza (no miembro de la UE) como en España, a través de SIX Group AG (accionista mayoritario de Bolsas y Mercados Españoles según la Oferta pública voluntaria de adquisición de las acciones. Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. y Anexo 2. Zurich, 25 de marzo de 2020). www.cnmv.es. UBS abandonó en marzo de 2013 el Panel de Bancos Contribuidores del EURIBOR. Fuente: European

gos financieros relacionados con el cambio climático¹⁸⁸ y los riesgos tecnológicos¹⁸⁹ se repliquen y repercutan, negativamente, en la economía global con efectos de burbuja¹⁹⁰-dominó? Pregunta que evidencia posibles disfunciones sistémicas en los mercados ASG y del carbono, al margen de los fallos en la supervisión¹⁹¹, la parcial desregulación del sistema financiero¹⁹²,

Money Markets Institute. Cfr. Olof-Ors, N.: «Samuel Bendahan, a Socialist MP and economics profesor at the University of Laussane, the Swiss State «would have taken on the risk, but these \$29 billion would have gone to the population». Instead, the takeover has created a «monopolistic situation», he told AFP, warning that while this might strengthen UBS, it puts Switzerland in an extremely risky position if the new mega-bank were to one day face a crisis», UBS' s Credit Suisse Takeover, *op. cit.* Cfr. Gómez Yubero, M.^a J., La regulación de los índices de referencia y la reforma del Euribor. *Revista de Estabilidad Financiera* 11/2016. N.º 31. Banco de España. Eurosistema, p. 21. www.bde.es. Cfr. Martínez-Buján Pérez, C.: «Antes de la reforma de 2019, cabía afirmar que los tipos penales aquí descritos tutelaban únicamente el mercado español y no los mercados internacionales, por los que no cabía hablar de un bien jurídico "global" o "universal". Sin embargo, tras dicha reforma hay que matizar que el nuevo art. 285 ter extiende explícitamente el ámbito de aplicación del precepto a los instrumentos financieros, contratos, conductas, operaciones y órdenes previstos en la normativa europea [...] en materia de mercado de instrumentos financieros». *Derecho penal económico y de la empresa, op. cit.* p. 357.

¹⁸⁸ Vid. Financial Stability Oversight Council (FSOC), Annual Report 2022, p. 12. treasury.gov/system/files/261/FSOC2022AnnualReport.pdf

¹⁸⁹ *Ibid.*, p. 11.

¹⁹⁰ Vid. Peirce, H. M., *Tow Truck Taxonomies Remarks before Eurofi*, *op. cit.* Cfr. Borio, C., Claessens, S. y Takashev, N., *Finance and Climate Change Risk, op. cit.*

¹⁹¹ Vid. Barr, M. S., *Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank*. Board of Governors of the Federal Reserve System. April 28, 2023, pp. 2-88. www.federalreserve.gov/publications/files/svb-review-20230428.pdf. Cfr. Board of Governors of The Federal Reserve System. Financial Stability Report. May 2023, pp. 31-54. www.federalreserve.gov. Cfr. Government Accountability Office United States (GAO), Report to the Committee on Financial Services, House of Representatives. Bank Regulation. Preliminary Review of Agency Actions. Related to March 2023 Bank Failures. April 2023, pp. 1, 17, 26 y 27.

¹⁹² Vid. Mascher, N., Sole, J. y Strauch, R., *Fast and Furious... but tameable: lessons from the recent banking turmoil for the EU*. European Stability Mechanism (ESM). 24/05/2023. esm.europa.eu/blog/fast-and-furious-tameable-lessons-recent-banking-turmoil. Cfr. Barr, M. S., *Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank, op. cit.* Cfr. Warren, E.: «In 2018, First Republic Bank spent hundreds of thousands of dollars lobbying Congress in support of S.2155, the *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act*, which now-famously rolled back important Dodd - Frank rules for First Republic and similar banks. Following the passage of that law, your predecessor as CEO, James H. Herbert, gave over \$2.1 million in campaign contributions to supporter of the law». *Letter CEO First Republic Bank*. United States Senate. May 3, 2023. www.warren.senate.gov. Cfr. Cassidy, J., Deregulating banks is dangerous as First Republic bank is sold to JPMorgan, the Federal Reserve releases some important lessons. *The New Yorker*. May 1, 2023. [newyorker.com](https://www.newyorker.com). Cfr. Díez, J. R., *Nous reptes per als bancs centrals*. CaixaBank Research. Editorial. Abril 2013. IM04. www.caixabankresearch.com. Cfr. Murillo Gil, R., *La intervenció del Silicon Valley Bank i les seves implicacions, op. cit.* pp. 9-10. Cfr. Welburn, J. W., Zardavas, R. y Winkelman, Z., *Let's (Not) Play Games with Dodd-Frank*. Autores que aplicando la teoría de los videojuegos basada en el baloncesto predijeron la crisis financiera de febrero-marzo de 2023 que en los EE.UU. ocasionó la quiebra del Silicon Valley Bank (SVB), First Republic Bank, Signature Bank, y en Europa Credit Suisse, causando grandes pérdidas a accionistas y necesitando la ayuda financiera e intervención mediante fondos públicos. Rand corporation. May 4, 2017. www.rand.org

la ausencia de un sistema europeo de garantías de depósitos¹⁹³ (equiparable al sistema estadounidense), el «sistema bancario en la sombra»¹⁹⁴ o la existencia de cuasiparaísos fiscales en algunos socios de la Unión que generan evasión¹⁹⁵ en otros, afectando al PIB y la pobreza de sus ciudadanos. Sin que esta sea objetivo prioritario de gestión por la Comisión Europea¹⁹⁶ y el Consejo, con una política neoliberal¹⁹⁷, que no afronta, mediante una renta básica europea¹⁹⁸, los retos de la implementación de la cuarta revolución industrial, la tran-

¹⁹³ Vid. Arqué, G., Fernández, E. y Plata García, C. T. *¿Un sistema europeo de garantía de depósitos?*, op. cit., pp. 175-178. Cfr. Carmassi, et al., *Completing the Banking Scheme*, op. cit. Cfr. Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/49/UE en lo que respecta al alcance de la protección de los depósitos, la utilización de los fondos de los sistemas de garantía de depósitos, la cooperación transfronteriza y la transparencia. 2023/0115(COD).

¹⁹⁴ Vid. cdo. 4 del Reglamento (UE) 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización, op. cit. L 337/2.

¹⁹⁵ Vid. Bardin, P. Bouveret, A. y Jackson, G., *Money Laundering poses a risk to Financial Sector Stability. Curbing cross-border illicit proceeds demands a united global effort and innovative approaches*. September 4, 2023. IMF blog. imf.org. Cfr. Sempere, P.: «Explica el economista francés Gabriel Zucman, coautor del informe que recoge los datos, que buena parte del dinero acaba en el corazón de Europa. Tan sólo Bélgica, Irlanda, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Suiza, todos ellos territorios de baja tributación, reciben en conjunto casi 465.000 millones fruto de la evasión». España pierde más de 4.000 millones al año por la elusión fiscal. *CincoDías*. Economía. 16 dic. 2022, p. 3. cincodias.elpais.com/

¹⁹⁶ Vid. Reglamento delegado (UE) 2021/1255 de la Comisión, de 21 de abril de 2021, por el que se modifica el Reglamento delegado (UE) núm. 231/2013 en lo que atañe a los riesgos de sostenibilidad y los factores de sostenibilidad que deben tener en cuenta los gestores de fondos de inversión alternativos. Cdo. 2: «El Pacto Verde Europeo constituye una nueva estrategia de crecimiento destinada a transformar la Unión en una sociedad equitativa y próspera, con una economía moderna eficiente, en la que no habrá emisiones netas de efecto invernadero a partir de 2050 y el crecimiento económico estará disociado del uso de los recursos. DOUE 2.8.2021. L 277/11. Cfr. Varoufakis, Y., *Austerity Ruined Europe, and Now It's Back*. Project Syndicate. Jul. 19, 2023. project-syndicate.org. Cfr. Laborda, J., *¿Ante quiénes responden de sus errores los bancos centrales?* elDiario.es. 11 de julio de 2023. Cfr. Bernardos, G., *La desastrosa gestión de la Comisión Europea*. Crónica Global. 30.11.2022. Cfr. Gómez Inieta: «El debate sobre la europeización de las legislaciones nacionales no es nuevo, e incluso, como se ha subrayado en la actualidad, hay sectores donde su influjo ha sido mínimo (educación, salud, etc.). La protección penal de la información privilegiada. *Derecho penal económico y teoría del delito*. VV. AA. Director Eduardo Demetrio Crespo. Coordinadores Mónica de la Cuerda Martín y Faustino García de la Torre García. Tirant lo Blanch. 2020, p. 634.

¹⁹⁷ Vid. Von der Leyen, U., State of the Union. Answering the Call of History. Strasbourg, 13 September 2023. ec.europa.eu. Cfr. Wilkin, S., What Ursula von der Leyen said vs. what she meant. We peel back the rhetorical layers of the Commission president's carefully calibrated State of the Union speech. Politico. Thursday, September 14, 2023. politico.eu/article/von-der-leyen-state-of-the-union-europe-speech-strasbourg. Cfr. Stiglitz, J. E., *Inequality and Democracy*. Project Syndicate. Aug 31, 2023. project-syndicate.org/. Cfr. Nair, N., *When Minsky and Godley Met Structuralism: A Stock-flox Consistent Approach to the Currency Hierarchy*. Levy Economics Institute. Working paper no. 1024. July 2023, pp. 31-34.

¹⁹⁸ Vid. Arcarons, J., Raventós, D. y Torrens, LL., *Una Renta Básica Europea*. Fundació Irla. Coppieters foundation. Maig 2023. irla.cat/rendabasica

sición al decrecimiento¹⁹⁹ y la aplicación de estándares sobre medioambiente, social y de gobierno, con efectos serios en el factor trabajo²⁰⁰. A diferencia de la política sobre cambio climático CO₂ de la Comisión (elevada a la categoría de principio constitucional, según el artículo 191 del TFUE desarrollado con legislación²⁰¹ *ad hoc*), dotada con miles de millones de euros de fondos públicos de la Unión Europea y de los Estados miembros, que genera un sistema financiero complejo y opaco en los mercados del carbono²⁰², de extraterritorialidad²⁰³, con repercusión en el derecho internacional público²⁰⁴.

A mayor abundamiento, y respecto al Código Penal español, en la transposición del «MAR» en el artículo 284 y en el artículo 285 mediante la Ley Orgánica 1/2019 no consta la estabilidad financiera como bien jurídico-penal protegido²⁰⁵, aunque un sector de la doctrina la haya mencionado, antes de la mencionada reforma, pero en «espacios de riesgo permitido» (Paredes Castañón, 2014)²⁰⁶. Cuestionándose después, «todo al asocaire del mante-

¹⁹⁹ Vid. Oik, C., Schneider, C. y Jason, H., *How to pay for saving de world: Modern Monetary Theory for a degrowth transition*, op. cit.

²⁰⁰ Vid. World Economic Forum (WEF). Future of Jobs Report 2023. Insight Report. May 2023. www.weforum.org/reports/the-future-of-jobs-report-2023

²⁰¹ Reglamento (UE) 2021/1119 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de junio de 2021, por el que se establece el marco para lograr la neutralidad climática y se modifican los Reglamentos (CE) núm. 401/2009 y (UE) 2018/1999. DOUE 9.7.2021 L 243/1.

²⁰² Vid. Delacroix, G., Picaud, E. y Martinon, L.: «Muy rápidamente, el sistema se reveló defectuoso. Las transacciones son difíciles de rastrear, incluso para los expertos en el sector. El sistema es bastante opaco. En todos los niveles, incluida la Comisión Europea, nadie tiene una visión global y unánime. Es una caja negra. Solo los directores financieros o los industriales de las empresas involucradas saben exactamente qué se hace con dichas cuotas», El negocio sucio del CO₂. Derecho a contaminar. *elDiario.es*. cit. Cfr. Tribunal de Cuentas Europeo. Informe Especial. Finanzas sostenibles: La UE necesita una actuación más coherente para reorientar la financiación hacia inversiones sostenibles, op. cit., pp. 18-19.

²⁰³ Muchas empresas fuera de la UE, incluidas empresas con sede social en Estados Unidos, podrían ver un impacto en sus divulgaciones de cambio climático con los nuevos estándares de divulgación de la UE (ESRS), debido al amplio alcance de la «CSRD». Estos estándares exigen que las empresas realicen evaluaciones de materialidad sobre cada tema de sostenibilidad sujeto a un estándar de «doble materialidad», que está sujeto a una evaluación de si la información es material desde una perspectiva financiera o de impacto. El cumplimiento de estos requisitos requerirá mucho tiempo, será costoso y oneroso. Cfr. Lacroix, K., *EU Adopts Mandatory ESG Reporting Requirements*. August 22, 2023. www.dandodiary.com. Cfr. Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala), de 21 de diciembre de 2011. Asunto C-366/10. *Air Transport Association of America and others v. Secretary of State for Energy and Climate Change*. Ponente C. Torder. Cfr. Gehring, M., *Border Carbon and the CBAM Mechanism's Legality in the EU Legal Order*. Paper no. 7/2023. April 2023. ssrn.com/abstract=4409236. Cfr. Peirce, H. M., *Tow Truck Taxonomies Remarks before Eurofi*, op. cit.

²⁰⁴ Vid. Gehring, *Border Carbon and CBAM Mechanism's Legality*, op. cit. Cfr. Peirce, H. M., *Tow Truck Taxonomies Remarks before Eurofi*, op. cit.

²⁰⁵ Vid. cdo. 5 «MiCA». Cfr. *Caso Mango Markets*. United States District Court Southern District of New York. United States of America v. Avram Eisenberg. CASE 23 CRIM 010.01/09/23. www.justice.gov

²⁰⁶ Paredes Castañón: «Al igual que ocurre en otras muchas conductas delictivas propias del Derecho Penal económico, también en la manipulación de precios pueden y deben reconocerse importantes espacios de

nimiento de una supuesta estabilidad financiera» (Segrelles de Arenaza, 2022). De todas formas, es irrelevante, según el artículo 284.2.º del CP, circunstancia a), si el beneficio obtenido por el autor no supera los 250.000 euros «o se causara un perjuicio de idéntica cantidad». Según Feijóo Sánchez (2019, p. 143), «no hace falta indagar el efecto perturbador que haya podido tener su conducta para la estabilidad de los mercados».

En el considerando 25²⁰⁷ del mencionado Reglamento (UE) 2019/2089 se menciona el concepto la estabilidad financiera en dos ocasiones. Por un lado, respecto al nivel de afectación de la interrupción de un índice de referencia crucial, los consumidores y la economía real. Y, por otro, en la validez de los contratos financieros o de los instrumentos financieros, «con repercusiones potencialmente graves en la estabilidad financiera», formando parte de la norma primaria europea con la regulación de los referidos instrumentos financieros «MiFIDII/MiFIR». El Reglamento (UE) 2019/2089 modifica el mencionado Reglamento (UE) 2016/1011, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión. Habiendo modificado este el «MAR», entre otras disposiciones. El Reglamento (UE) 2016/1011 reconoce, como se ha comentado, «el elevado número de índices de referencia existentes y los diferentes efectos que tienen para la estabilidad financiera y la economía real» (considerando 9)²⁰⁸; así como «muchos índices de inversión están afectados por importantes conflictos de intereses, y se utilizan para medir la rentabilidad de fondos tales como los fondos de tipo OICVM. Algunos de esos índices se publican y otros se ponen a disposición del público o de un sector del público» (considerando 11)²⁰⁹. Ambos reglamen-

riesgo permitido: es decir, un importante conjunto de acciones que, aun si resultan peligrosas (e incluso concretamente peligrosas, y previsiblemente peligrosas, y aunque el autor sea consciente de ello) para el bien jurídico (para la estabilidad del mercado), deben ser consideradas, pese a todo, no negligentes (y no disvaliosas, por consiguiente), si el sujeto actuante cumple determinadas condiciones [...] existe riesgo permitido cuando el sujeto adopta las medidas –medidas de cuidado– técnicamente necesarias en principio para mantener el riesgo (aquí, de alteración de los precios de mercado y de desestabilización de este) bajo control. Y ello, incluso si la acción realizada es en sí misma bastante peligrosa para el bien jurídico (para la estabilidad del mercado), cuando se trate –como en nuestro ejemplo, del mercado de valores– de un sector de la vida económica en el que la propensión al riesgo de los intervinientes se presume elevada». *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores*, op. cit., pp. 833-834. Cfr. Íñigo Corroza, E.: «Las conductas que supongan la modificación de los precios de mercado pero que no se hayan llevado a cabo con los medios establecidos por el legislador y que hemos considerado fraudulentos, no son penalmente sancionables (podrían considerarse supuestos de riesgo permitido dentro de una determinada política económica). No basta con la difusión de noticias falsas si no influyen en los precios (con independencia del delito al que pudiera dar lugar la publicación de noticias falsas, o el engaño o en empleo de violencia o intimidación). Lo mismo puede decirse cuando las conductas se lleven a cabo por estos medios y, a pesar de que supongan una alteración de los precios del mercado en sentido estricto, no pueda decirse que esto pone en peligro o lesiona la estabilidad del sistema económico de mercado», *La relevancia del fraude en los delitos de competencia*, op. cit., p. 296.

²⁰⁷ L 317/20.

²⁰⁸ L 171/3.

²⁰⁹ *Ibid.*

tos muestran la evolución de la técnica jurídico-penal expansiva de la Comisión Europea, ampliando el bien jurídico-penal protegido, la integridad de los mercados, en los índices de referencia establecido con el «MAR». Asimismo, el concepto de estabilidad financiera consta en diversos considerandos del Reglamento (UE) 2015/2365, de 25 de noviembre de 2015, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización, que intenta regular «el sistema bancario en la sombra»²¹⁰.

3.2. La integridad de los mercados financieros sostenibles

El concepto normativo de integridad de los mercados ASG se menciona por ESMA en la divulgación de la sostenibilidad en los folletos²¹¹ y en la estrategia²¹² 2023-2028. Concepto asociado a la regulación de los mercados financieros que se establece en Europa, por un lado, con la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado)²¹³ –sin sanciones penales–. Y, por otro, con el CESR (The Committee of European Securities Regulators) en el marco del First Achievement of the Lamfalussy Process: A Robust Regime Against Market Abuse²¹⁴, el 8 de enero de 2004. Posteriormente, tras la crisis financiera de 2008, consta en el Acuerdo 11 de la Declaración del G20 en la Cumbre de Seúl de 2010²¹⁵, convirtiéndose en una forma de *evangelio* que se difunde y expande *urbi et orbi* por los reguladores y supervisores nacionales y supranacionales.

La génesis del concepto de integridad del mercado aparece en la sentencia *Basic, Inc. v. Levinson de 1998*²¹⁶ del Tribunal Supremo de los Estados Unidos de América sobre fraude en el mercado de valores. Resolución que, posteriormente, se ha reflejado en otras sentencias,

²¹⁰ Cdo. 9, L 337/3; cdo. 13, L 337/3-4; cdo. 21, L 337/5. Cfr. Calimanni, S., Haleg, G. y Zochewski, Simulating fire-sales in a banking and shadow banking system. ESRB. European Systemic Risk Board. Working Paper Series no. 46/June 2017. www.esrb.europa.eu

²¹¹ ESMA. Public statement. Sustainability disclosure in prospectuses. 11 July 2023. ESMA 32-1399193447-441. www.esma.europa.eu

²¹² ESMA Strategy 2023-2028, *op. cit.*, p. 26.

²¹³ *Vid.* cdo. 11): «El actual marco jurídico comunitario de protección de la integridad del mercado está incompleto». L 96/17; cfr. cdo. 24, L 96/18; cdo. 34; cdo. 43, L 96/18, y cdo. 43, L96/19 DOUE 12.4.2003 L 96/16. En adelante, «MADI».

²¹⁴ CESR: «Welcomes the adoption by the European Commission of the first set of level 2 legislation to establish Europe's new framework for promoting market integrity». /04-008b. www.esma.europa.eu. Cfr. Final Report of the Committee on Wise Men on The Regulation of European Securities Markets. Brussels, 15 February 2001. www.esma.europa.eu. Cfr. CNMV. Proceso Lamfalussy. Marzo 2001. www.cnmv.es

²¹⁵ The G20 Seoul Summit Leader's Declaration, November 11-12, p. 3. g20.utoronto.ca/2010/g20seoul.html.

²¹⁶ *Basic Industries, Inc. v. Levinson*, 485 US 224(1998) FD 5. supreme-justia.com. Cfr. Munter, P., *Assesing Materiality: Focusing on the Reasonable Investor When Evaluating Errors*. US Securities and Exchange Commission (SEC). March 9, 2022. sec.gov.

creando jurisprudencia²¹⁷, y por las autoridades supervisoras (p. ej., SEC, CFTC). Asimismo, por el legislador, en primer lugar, por la Sección 747 de la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010²¹⁸, en segundo lugar, la Commodity Exchange Act («Act») mediante la reforma en 2012 del parágrafo 7 1 y siguientes del U.S.C., que se materializa en acciones de derecho administrativo sancionador y de derecho penal presentadas por la SEC²¹⁹ y la CFTC²²⁰. Siguiendo esta tendencia, por la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y el Consejo, con la mencionada «MADI» y, posteriormente, a través de la legislación y normativa sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado «MADII/MAR»²²¹ y el «DLT»²²². Del mismo modo, por los índices de referencia de la Unión Europea armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia²²³.

²¹⁷ P. ej. United States Court Of appeals for the Second Circuit. *Ark TchR Ret. Sys v. Goldman Sachs Corp, Inc.* Docket no. 22-484. August 10, 2023, p. 5. Refiere la «integridad del precio del Mercado». law.justia.com/cases/federal/apellate-courts.

²¹⁸ Pub. L No. 111-203, parágrafo 747, 124 Stat 1376, 1739.

²¹⁹ *Vid.* SEC Charges 16 Wall Street Firms with Widespread Recordkeeping Failures: «SEC Chair Gary Gensler said "finance, ultimately, depends on trust. By failing to honor their recordkeeping and books-and-records obligations, the market participants we have charged today have failed to maintain that trust [...] such recordkeeping has been vital to preserve market integrity"». Firms admit to wrongdoing and agree to pay penalties totaling more than \$1.1 billion. Sept. 27, 2022. sec.gov/press-release/2022-174. Sanciones administrativas que se imponen, sin pruebas, sobre supuestas infracciones de derecho administrativo sancionador, sin daños causados acreditados, con ausencia de dolo, simplemente por el uso de algunos bancarios de chats de WhatsApp sobre ofertas, reuniones con clientes, condiciones de mercado, etc. Sanciones que se enmarcan en el ámbito del derecho penal simbólico. Cfr. Levine, M., WhatsApp, Bloomberg Opinion. Money Stuff, February 2, 2023. www.bloomberg.com

²²⁰ United States District Court for the Northern District of Illinois. Eastern Division. U.S. Commodity v. Igor B. Oustacher and 3 Red Trading LLC. October 19, 2015. www.cftc.gov

²²¹ *Vid.* cdo. 24: «La cuestión de si una persona ha infringido la prohibición de realizar operaciones con información privilegiada o ha intentado realizarlas ha de analizarse teniendo en cuenta el objeto del presente Reglamento, que es de proteger la integridad de los mercados financieros». L 173/5. Cfr. cdo. 15: «A fin de mejorar la integridad del mercado y evitar, al mismo tiempo, una divulgación de información excesiva, resulta adecuado establecer los valores umbrales mínimos en un nivel que dejen exentas a las empresas con poca probabilidad de disponer de información privilegiada». Reglamento delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, por el que se completa el «MAR» respecto a la exención relativa a determinados bancos centrales y organismos públicos de terceros países, los indicadores de manipulación de mercado, los umbrales de divulgación, la autoridad competente para las notificaciones de retrasos, la autorización de negociación durante periodos limitados y los tipos de operaciones de notificación obligatorios realizados por los directivos. DOUE 5.4.2016, L 88/3. Cfr. art. 295.1 TRLMV. Precepto que, relacionado de los artículos 7 y 17.1 del «MAR», según mi opinión, no es interpretado de forma teleológica en el caso de Telepizza Group, SA. por la STS, Sala de lo Contencioso, Secc. 3.ª, núm. 1395/2022 de 31 de octubre de 2022, ponente Del Riego Valledor. Cfr. ESMA, «A main objective of the Market Abuse Regulation is to enhance market integrity». Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR), p. 12. ESMA 145-111. Versión 17.

²²² Cdo. 2 L 151/1, con remisión al «MAR».

²²³ *Vid.* Reglamento delegado (UE) 2020/1818 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los estándares mínimos aplicables a los índices de referencia de transición climática de la UE y los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París. DOUE 3.12.2020 L 406/17. Este reglamento

En segundo lugar, por la ESMA, al establecer en su mandato de creación una determinada política regulatoria basada en la defensa de protección de «valores públicos tales como la integridad del sistema financiero», entre otros²²⁴. Esto es, por un lado, en la interpretación sobre la «importante distinción entre la especulación financiera y la manipulación del mercado»²²⁵, y, por otro, respecto a una política estratégica sobre finanzas sostenibles para los años 2023-2028, basada en la eficacia y la integridad de los mercados ASG²²⁶. En tercer lugar, por la IOSCO con la política de buen cumplimiento en los mercados del carbono²²⁷. En cuarto lugar, por la OCDE, por un lado, mediante Financial Markets and Climate Transition: Opportunities, Challenges and Policy Implications²²⁸, y, por otro, en los objetivos de desarrollo sostenible adoptados con el Acuerdo de París de 2020 en el ámbito de la lucha contra la corrupción en las infraestructuras, pero sin efectos judiciales²²⁹. En quinto lugar, por los artículos 297 y 298 de Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los mercados de valores y de los servicios de inversión²³⁰. Y, en sexto lugar, por la Fiscalía contra la Corrupción y la Criminalidad Organizada²³¹.

Verena Ross, presidenta de la ESMA, en comparecencia ante el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, el día 1 de diciembre de 2022²³², interpretando el abuso de mercado, planteó la existencia de «una importante distinción entre especulación financiera y manipulación de mercado», constituyendo esta una amenaza para la integridad del mercado:

modificó los artículos 19 y 35 del «MAR». Cfr. Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019. DOUE 9.12.2019, L 317/17.

²²⁴ Entre los cuatro «valores públicos» que «debe proteger», «la integridad» es el primero. La «protección de los inversores» ostenta el último lugar de la lista. *Vid.* cdo. 11: «La Autoridad debe proteger valores públicos tales como la integridad y estabilidad del sistema financiero, la transparencia de los mercados y los productos financieros y la protección de los inversores». Reglamento (UE) núm. 1095/2010, de 24 de noviembre de 2010, L 331/86, *op. cit.*

²²⁵ *Vid.* Ross, Comparecencia-discurso ante el Economic Monetary Affairs Committee European Parliament, *op. cit.*, p. 9.

²²⁶ ESMA, Strategy 2023\2028, *op. cit.*, pp. 26 y ss.

²²⁷ IOSCO: «At secondary market level, the recommendations focus on market integrity, transparency and structure», publishes a final report to help its members develop sound well-functioning compliance carbon markets, *op. cit.*

²²⁸ OECD Paris. www.oecd.org

²²⁹ OECD, *Catalysing Collective Action to Combat Corruption in Infrastructure Accountable and Effective Non-Judicial Grievance Mechanisms*. OECD Business and Finance Policy Papers. doi.org/10.17817/ce6d1b84-en

²³⁰ Cfr. STS, Sala de lo Contencioso, Secc. 3.^a, de 31 de octubre de 2022. Rec. núm. 3257/2021. Resol. núm. 1395/2022. Rec. casación contencioso-administrativo (LO 7/2015). Pte. Del Riego Valledor. Ministerio de Asuntos Económicos - CNMV. Telepizza Group. FD 3.º. Menciona el TRLMV derogado.

²³¹ *Vid.* Luzón Cánovas, A., *Delitos contra el mercado y los consumidores: La protección penal de la integridad de los mercados financieros. Actividad: »Frustración en la ejecución e insolvencias punibles. Novedades en la Ley 1/2015»*, 21 y 22 de septiembre de 2017. Cfr. cdo. 11 «MADII».

²³² Ross. V., *Economic and Monetary Affairs Committee European Parliament*, *op. cit.*, p. 2.

En términos generales, las condiciones volátiles del mercado tienden a atraer a más participantes que negocian, o algunos «especulan» [en los mercados]. Es importante distinguir entre especulación y manipulación de mercado. Mientras que los especuladores pueden exacerbar los movimientos de precios, son parte de la dinámica de los mercados libres y desempeñan un papel en la provisión de liquidez. [Al hacer esto, los especuladores podrían arriesgarse a obtener pérdidas si sus predicciones no se cumplen]. La manipulación del mercado, por otra parte, constituye una amenaza para la integridad y el funcionamiento ordenado del propio mercado. Significa manipular el sistema para su propio beneficio. Esto es por lo que los reguladores financieros están presentes para vigilar, para garantizar la integridad del mercado, la transparencia y la eficiencia²³³.

En mi opinión, esta denominada «importante distinción entre especulación y manipulación de mercado» que, según parece, comporta «una amenaza para la integridad del mercado» esgrimida por la presidenta Ross, no es muy afortunada desde una interpretación jurídico-penal; causa confusión, equívocos e inseguridad jurídica en la práctica del derecho administrativo sancionador y del derecho penal. En primer lugar, la distinción se formula como si esta se plantease en comportamientos estancos de blanco o negro y no mediando matices. Sobre la especulación, Keynes (1936) la asociaba a la inestabilidad. En segundo lugar, la especulación se constata en la actualidad, por un lado, en Fintech (p. ej., el concurso y proceso penal de Wirecard)²³⁴, y, por otro, en las *cryptocurrencies*²³⁵, que generan liquidez en el mercado que se *exacerba* por el exceso generalizado de garantías en los préstamos DeFi para compensar los riesgos planteados por los prestatarios anónimos, pero también *crash* (p. ej., Terra USD²³⁶, concurso de BlockFi²³⁷, concurso de FTX Trading²³⁸ con reper-

²³³ Traducción del inglés, nuestra.

²³⁴ Vid. Taub, B., How the biggest Fraud in German History Unravelled. The tech company Wirecard was embraced by the German elite. But a reporter discovered that behind the façade of innovation were lies and links to Russian intelligence. February 27, 2023. A reporter at large March 6, 2023 issue. *The New Yorker*. www.newyorker.com. Cfr. Busch, D., The future of EU financial law. *Capital Markets Journal*, 2022, vol. 17, no. 1, pp. 57-58. academic.cup.com. Cfr. Mock, S., Wirecard European Company and Financial Law. *European Company and Financial Law Review*. DeGruyter, vol. 18(4), August, 2021, pp. 519-554. Cfr. Lehmann y Schürger, *Staatshaftung für Versäumnisse der BaFin im Fall Wirecard*. Teil I, WM 2021, Heft 18, 857. C.H. Beck. Cfr. Castillo García, M., *Wirecard AG Leading Fintech «trilemma» Case*. RMV, núm. 28, 1 de enero de 2021. Editorial Wolters Kluwer. Cfr. Brühl, V., *Mehr Nachhaltigkeit im deutschen Leitindex DAX-Reformvorschläge im Lichte des Wirecard-Skandals*. Center for Financial Studies. Goethe University. No. 643. 11 November 2020. www.fk-cfs.de

²³⁵ Vid. «MiCA». Cfr. García Ocampo, D., Branzoli, N. y Cusmano, L., *Crypto, tokens and DeFi*, op. cit. Cfr. Panetta, F., *Crypto dominos: the bursting crypto bubbles*, op. cit. Cfr. Auer, R. y Tercero-Lucas, Distrust or speculation? The socioeconomic drivers of US cryptocurrency investments. BIS Working Papers, no. 951, July, 2021, p. 30.

²³⁶ Vid. OECD, Lessons from the crypto Winter: DeFi versus Cefi, OECD Business and finance, pp. 17 y ss.

²³⁷ Vid. Panetta, F., *Crypto dominos: the bursting crypto bubbles*, op. cit.

²³⁸ Vid. United States Bankruptcy Court for the District of Delaware, FTX Trading Ltd. et al., Lead Case no. 22-11068 (JTD). November 23, 2022. www.justice.gov. Cfr. OECD, Lessons from crypto, op. cit., pp. 27

cusiones penales²³⁹) y en conductas manipuladoras (p. ej., mediante Bitcoin, caso *Mango Markets*²⁴⁰) inherentes al *shadow financial*²⁴¹.

A mayor abundamiento, si desde una perspectiva jurídico-penal, esto es, desde «MADII/MAR», el Código Penal, relacionados con la norma primaria «MiFIDII/MiFIR», al adjetivo integridad –cuestionado por la doctrina–²⁴² se añaden conceptos²⁴³, con lenguaje ambiguo, por ejemplo, el concepto de «inversión sostenible» del artículo 2 del «SFDR»²⁴⁴, el concepto de «doble materialidad» de la Directiva (UE) 2022/2464²⁴⁵, relacionado con el concepto inversor razonable

y ss. Cfr. Panetta, F., *Crypto dominos: the bursting crypto bubbles*, op. cit. Cfr. Rogoff, K., Will Crypto Survey? Project Syndicate. Nov. 25, 2022. www.project-syndicate.org

²³⁹ Vid. United States District Court Soutgern District of New York, CFTC v. Samuel Bankman - Fried, FTX Trading LTD D/B/A ftx.com, and Alameda Research LLC. Case 1:22-cv-10503. Jury trial demanded. December 13, 2022. www.cftc.gov. Cfr. Departament of Justice: «A federal grand jury in Manhattan returned an indictment today charging Samuel Bankman-Fried, aka SBF, 30, of Stanford, California, with conspiracy to commit securities fraud, conspiracy to commit money laundering and conspiracy to defraud the Federal Election Commission and commit campaign finance violations». FTX Founder Indicted for Fraud, Money Laundering, and Campaign Finance Offenses. December 23, 2022. www.justice.gov

²⁴⁰ Vid. United States District Court Southern District of New York. United States of America v. Avraham Eisenberg, op. cit. Cfr. United States District Court Southern District of New York, CFTC v. John Barry Thompson, EFC Case No. 19-CV-9052. September 30, 2019. www.cftc.gov

²⁴¹ Vid. Aquilina, M., Frost, J. y Schrimpf, A., Addressing the risks in crypto: laying out the options. Núm. 66. January 2023. www.bis.org.

²⁴² Vid. Feijóo Sánchez, B.: «Es difícil entender exactamente qué quiere afirmar el Preámbulo cuando manifiesta que la integridad de los mercados y la confianza de los inversores no se configura en atención al propio orden socioeconómico más allá de la evidencia de que el correcto funcionamiento del sistema económico no es un fin en sí mismo, pero es evidente que existe la *voluntas legis* de no configurar los arts. 284 y 285 CP como injustos de contenido patrimonial en el que la tendencia lesiva relevante sea el patrimonio de los inversores». *La manipulación del precio un instrumento financiera tras la reforma del 2019*, op. cit. pp. 3-4. Cfr. Quintero Olivares, G.: «Se puede plantear la posibilidad de que acciones de esa clase se realicen sin que por ello pueda apreciarse peligro alguno para la integridad del mercado, entendiéndose por «integridad» una imagen de solidez y transparencia que propicia la confianza de los que participan en él. Visto así, se puede imaginar acciones irregulares que no tengan la capacidad de mermar esa confianza. En todo caso, es obligado reconocer que esta última circunstancia es la de más difícil concreción y apreciación». *La Reforma del Código penal de 2019*, op. cit. p. 91. Cfr. Morales Prats, F.: «El bien jurídico protegido se configura en torno a la integridad de los mercados y confianza de los inversores, y no tanto en relación con el contenido patrimonial y el orden socioeconómico. Lo anterior no obsta para que la referencia a que se cause un grave impacto en el mercado constituya la inclusión de una cláusula penal indeterminada que quedará al albur interpretativo de los Tribunales». La protección de los inversores y la confianza en los mercados financieros: la modificación del art. 285 CP. *Las Reformas Penales de 2019*. VV. AA. Thomson Reuters Aranzadi, p. 97. Cfr. Austin, J., What exactly is market integrity? An analysis of one of the core objectives of securities regulation. 8. *Wm. & Mary Bus. L. Rev.* 215 (2017). ssrn.com/abstract=2814986

²⁴³ Vid. ESMA. Concept of estimates across the EU Sustainable Finance framework. 22 November 2023. ESMA 30-1668416927-2548.

²⁴⁴ L 317/8. Cfr. Chesney, M. y Lambillon, A. T., *How green is 'dark green'? An Analysis of SFDR Article 9 funds*. February 22, 2023. ssrn.com/abstract=4366889

²⁴⁵ Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, por la que se modifican el Reglamento (UE) núm. 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por par-

del artículo 7.4 del «MAR»²⁴⁶, asociado, por la CNMV²⁴⁷ y un sector doctrinal a la divulgación informativa-gobernanza²⁴⁸ o prácticas de buena gobernanza²⁴⁹, información medioambiental²⁵⁰

te de las empresas. DOUE 16.12.2022, L 322/15. «CSR». Cfr. European Commission: «Double materiality. The CSR incorporates the concept of "double materiality" this means that companies have to report not only on how sustainability issues might create financial risks for the company (financial materiality), but also on the company's own impacts on people and the environment (impact materiality). Sustainable Finance. Political agreement on Corporate Sustainability Reporting Directive will improve the ways firms report sustainability information». 26/7/2022. ec. europa.eu/newsroom/fisma/items/754701/en

²⁴⁶ Cdo. 14: «Los inversores razonables basan sus decisiones de inversión en información ya disponible, es decir, en información *ex ante*. Por consiguiente, la cuestión acerca de si, al decidir sobre una inversión, un inversor razonable probablemente tenga en cuenta una determinada información, debe analizarse sobre la base de la información disponible *ex ante*». L 173/3. Cfr. artículo 7.4: «A efectos del apartado 1, se entenderá por información que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de instrumentos financieros, instrumentos financieros derivados, contratos de contado sobre materias primas relacionados con ellos, o productos basados en derechos de emisión, aquella información que un inversor razonable utilizaría probablemente como uno de los elementos de la motivación básica de sus decisiones de inversión». L 173/25. Cfr. STS, Sala de lo Contencioso, Secc. 3.^a, de 31 de octubre de 2022, FD 4.º, p. 9. Caso Telepizza Group, SA, *op. cit.*

²⁴⁷ CNMV. Informe sobre los desgloses relativos a la Taxonomía Europea. Ejercicio 2022. www.cnmv.es. Cfr. Aramonte, S. y Packer, T., *Information governance in sustainable finance*. BIS. Paper no. 132. December. bis.org/publ/bppdf/bispap132.pdf

²⁴⁸ Vid. Lin, T. C. W., Reasonable investors(s), *Boston University Law Review* (Vol 95: 2015), pp. 478-479.

²⁴⁹ Vid. artículo 226 de la Ley de sociedades de capital. Cfr. Cdo. 2 «CSR». Cfr. Artículo 2 «SFDR». Cfr. Artículo 9, *Obligaciones en materia de gobernanza de productos para las empresas de inversión que produzcan instrumentos financieros*, y Artículo 10, *Obligaciones en materia de gobernanza para los distribuidores*. Directiva delegada (UE) de la Comisión de 7.4.2016 por la que se complementa «MiFIDII», en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios. Cfr. Bacigalupo, E., Efectos de la discrecionalidad empresarial (art. 226 LSC) en el ámbito del derecho penal. *Diario La Ley*, núm. 9513, Sección Tribuna, 7 de noviembre de 2019. Wolters Kluwer. Cfr. Sánchez-Calero Guilarte, J., *La modificación del deber de diligencia*. RDBB núm. 163 (2021) p. 231-278. Mismo autor, La reforma de los deberes de los administradores y su responsabilidad. *Estudios sobre el futuro Código Mercantil. Libro Homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*. Universidad Carlos III de Madrid, 2015, p. 898. Cfr. Moreno Bernal, A. I. y Caminero García, T., Analysis of ESG Disclosures in Pillar 3 Reports. A text mining approach. Documentos Ocasionales núm. 2204. March 2022. Banco de España. www.bde.es. Cfr. Angelim, P., Net Zero pledges of financial firms: trade-off and problems. Round table on New Frontiers in Banking and Capital Markets. University la Sapienza. Rome. 15 December 2022. bis.org/review/r230124f.pdf. Cfr. Watson, H., A year for sharpened focus 2020 ESG Report April 2021. Rothschild&Co Wealth Management, p. 4. Rothschildandco.com. Cfr. Cornell, B. y Damodaran, A., Valuing ESG: Doing or Sounding Good? March 20, 2020, p. 2. ssrn.com/abstract=3557432. Cfr. Bebchuk, L. y Tallarita, R., The Illusory Promise of Stakeholder Governance. Discussion paper no. 10521 2/2020. March 24, 2020. ssrn.com/abstract=3581259

²⁵⁰ Vid. Reglamento delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión, de 6 de abril de 2022. DOUE 25.7.2022. L 196/1. Cfr. Gómez Lanz, J.: «El término "medioambiente" puede caracterizarse cabalmente como una expresión técnicamente vaga, toda vez que su uso se encuentra determinado por límites borrosos y, en tal medida, no se encuentra completamente regulado, de forma que existen casos límite respecto de los que no hay certeza de su aplicación [...]. De este modo, y como corresponde a un término vago, puede afirmarse que, desde el punto de vista semántico, se caracteriza, ante todo, por su indeterminación». *El Derecho penal y la consecución de los objetivos de desarrollo sostenibles conectados con la protección del medio ambiente*, *op. cit.*, p. 359.

y social, información no financiera²⁵¹, el adjetivo sostenible²⁵² del artículo 3, apartado 3, del TFUE, la confusión, la incertidumbre²⁵³ y la inseguridad jurídica aumentan, quedando la sostenibilidad de los mercados financieros, con sus conceptos indeterminados *ad hoc*, sujeta a la interpretación de los tribunales. Así consta, por un lado, en el considerando 21, índice de sostenibilidad del «SFDR»²⁵⁴, en la definición de inversiones sostenibles del artículo 2 (17) «SFDR»²⁵⁵, habiéndose designado o no un índice de referencia de transición climática de la Unión Europea o un índice de referencia de la Unión Europea alineado con el Acuerdo de París –según el art. 9 «SFDR»²⁵⁶. Y, por otro, la definición de inversión medioambientalmente sostenible²⁵⁷ del artículo 2 del Reglamento de taxonomía²⁵⁸ –con posibles infracciones de derecho administrativo sancionador y penales– que, en mi opinión, se contradicen²⁵⁹.

²⁵¹ Vid. cdo. 3: «La divulgación de información no financiera resulta esencial para la gestión de la transacción hacia una economía mundial sostenible que combine la rentabilidad a la largo plazo con la justicia social y la protección del medio ambiente». Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. DOUE 15.11.2014. L 330/1. Cfr. Tadori, G., Usha Kiran, V., ESG Portfolio vs. Traditional Portfolio Analysis. A Study of MSCI ESG Indices, *op. cit.*

²⁵² Vid. DRAE: «Sostenible. 2. Adj. Especialmente en ecología y economía, que se puede sostener durante largo tiempo sin agotar los recursos o causar grave daño al medio ambiente. *Desarrollo, economía sostenible*». *Diccionario de la lengua española*. Edición del Tricentenario. Cfr. Tapia Hermida, A. J., Decálogo europeo de la diligencia debida de las empresas, *op. cit.*, p. 2.

²⁵³ Vid. Chesney, M. y Lambillon, A. T., *How Green is 'dark green'?*, *op. cit.*

²⁵⁴ L 317/5.

²⁵⁵ Artículo 2 (17) «inversiones sostenibles» L 317/8. En mi opinión, no está clara la distinción entre inversor y el impacto empresarial. Uno de los conceptos básicos para entender como los inversores pueden influir en su éxito. Cfr. Cheney, M., Lambillon, A. T., *How Green is 'dark green'*, *op. cit.* Cfr. cdo. 11: «La disponibilidad de productos financieros que persigan objetivamente medioambientalmente sostenibles». Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088. DOUE 22.6.2020 L 198/14 («Reglamento de taxonomía»). Cfr. EBA/EIOPA/ESMA Joint Committee of the European Supervisory Authorities. Definition of sustainable investment. Consolidated questions and answers (Q&A) on the SFDR (Regulation (EU) 2019/2088) and the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288) JC 2023 18.17 May 2023, p. 6 y ss. www.esma.europa.eu. Cfr. Busch, T., *et al.*, Classification Scheme for Sustainable Investments. Accelerating the just sustainable transition of the real economy. Eurosif. Universität Hamburg. Hamburg/Brussels, July 2022.

²⁵⁶ Artículo 9. Transparencia de las inversiones sostenibles en la información precontractual. L 317/12. Cfr. artículo 8.1 b) Transparencia de la promoción de las características medioambientales o sociales en la información precontractual. L 317/12. Cfr. Cheney, M. y Lambillon, A. T., *How Green is 'dark green'?*, *op. cit.*

²⁵⁷ Cfr. Gómez Lanz, J., *El Derecho penal y la consecución de los objetivos de desarrollo sostenible conectados con la protección del medio ambiente*, *op. cit.*, p. 359.

²⁵⁸ L 198/26.

²⁵⁹ Para solventar, aparentemente, la contradicción se promulgó posteriormente el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el «SFDR». DOUE 22.6.2020 198/13. Vid. cdo. 14: «Con objeto de hacer frente a los actuales obstáculos al funcionamiento del mer-

Referencias bibliográficas

- Feijóo Sánchez, B. (2019). La imputación objetiva y subjetiva en los delitos socioeconómicos. En A. Camacho Vizcaíno (Dir.), *Tratado de derecho penal económico*. Tirant lo Blanch.
- Keynes, K. M. (1936). *The general theory of interest, employment and money*. MacMillan.
- Minsky, H. P. (1992). The financial instability hypothesis. *Working paper núm. 74*. Levy Economics Institute of Bard College. <https://www.levyinstitute.org/>
- Paredes Castañón, J. M. (2014). Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores. En E. Demetrio Crespo (Dir.) y M. Maroto Calatayud (Coord.), *Crisis financiera y derecho penal económico*. Edisofer-Editorial B de F.
- Peirce, H. M. (2023). Tow truck taxonomies remarks before Eurofi. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/>
- Segrelles de Arenaza, I. (2022). Delitos de manipulación de los mercados financieros. En B. del Rosal Blasco (Coord.), *Derecho penal de sociedades mercantiles* (pp. 508-531). Thomson Reuters Aranzadi.
- Spatt, C. S. (2010). Regulatory conflict: Market Integrity vs. Financial Stability. *University of Pittsburgh Law Review*, 625, 625-639.
- Stiglitz, J. E. (2022). Green Swan 2021. Coordinating finance on climate change. (Conference). Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/>

cado interior y prevenir la aparición de tales obstáculos en el futuro, resulta oportuno disponer que los Estados miembros y la Unión utilicen un concepto común de "inversión medioambientalmente sostenible" a la hora de establecer requisitos a nivel nacional y de la Unión que los participantes en el mercado financiero o los emisores deberán cumplir a efectos del etiquetado de los productos financieros o las emisiones de renta fija privada que sean comercializados como medioambientalmente sostenibles». L 198/15. Asimismo, el concepto consta en la Directiva (UE) 2022/2555 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de ciberseguridad en toda la Unión. Cdo. 52: «Las políticas que promuevan la introducción y el uso sostenible de herramientas de ciberseguridad de código abierto». DOUE 27.12.2022 L 33/90. Cfr. Busch, T., et al., Classification Scheme for Sustainable Investments, *op. cit.*, p. 26.

Mariano Castillo García. Abogado en ejercicio en el Colegio de la Abogacía de Barcelona. Diplomado en Estudios Avanzados de Derecho Penal y Ciencias Penales por la Universidad de Barcelona. Becado por la International Technology Law Association de Estados Unidos en la European Conference 2009 sobre Comercio Electrónico. Ha colaborado en la Escuela de Práctica Jurídica de la Universidad Autónoma de Barcelona y en la Escuela de Práctica Jurídica del Colegio de Abogados de Barcelona, así como en la sección de derecho penal militar de la *Revista General de Derecho* mediante la publicación de artículos. También ha publicado sobre el mercado de valores en revistas especializadas. <https://orcid.org/0009-0006-9104-7163>