



Mercados financieros sostenibles (II). 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: 05-03-2024

Cómo citar: Castillo García, M. (2024). Mercados financieros sostenibles (II). Aproximación desde el abuso de mercado, la administración desleal y la estafa de inversión de capital y de crédito. *CEFLegal. Revista Práctica de Derecho*, 278, 67-114. <https://doi.org/10.51302/cefllegal.2024.21315>



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: 05-03-2024

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*, 278, 67-114. <https://doi.org/10.51302/ceflegal.2024.21315>



Sumario

- 3.2. La integridad de los mercados financieros sostenibles (*continuación*)
- 4. Relación entre el concepto de «doble materialidad», el inversor razonable y la información privilegiada
- 5. Delito de administración desleal, delito de estafa de inversión de capital y de crédito
 - 5.1. Relación entre la administración desleal, artículo 252 del CP, y el artículo 226 de la Ley de sociedades de capital (LSC)
 - 5.2. Delito de estafa de inversión de capital y de crédito
- 6. Reflexiones críticas
- Referencias bibliográficas

Nota: Este artículo es continuación de la primera parte publicada en el número 277.

3.2. La integridad de los mercados financieros sostenibles (continuación)

ESMA no define en su reglamento de creación en qué consiste el concepto del «valor público como la integridad del sistema financiero» que deberá proteger, ni las autoridades supervisoras de los Estados de la Unión (p. ej., ante las disfunciones de las alemanas BaFin y FREP en el caso Wirecard)¹ que supervisan con sus limitaciones. Estas también se evidencian por autoridades supervisoras fuera del ámbito de la Unión Europea, pero con sede en el centro de Europa, p. ej., la Autoridad Supervisora del Mercado Financiero Suizo FINMA (caso Blackstone Resources AG)². Ni, por las autoridades reguladoras y supervisoras británicas. Tampoco el BCBS de Basilea vía *soft law*. Curiosamente, es FINMA la que explica –no define– qué entiende por integridad de mercado. La integridad se asocia con la obligación de que las sociedades de valores informen a FINMA mediante remisión íntegra de sus operaciones, sin defectos cualitativos, para generar confianza en el buen funcionamiento de los mercados y garantizar una fijación de precios justa y transparente (¿Credit Suisse?)³. El apartado *Market integrity* del Annual Report de 2021⁴ consta de dos subapartados, el primero, titulado *Poor quality of transaction*

¹ Vid. Busch, D., *The Future of EU financial law*, pp. 57-58, *op. cit.* Cfr. Mock, S., *Wirecard and European Company and Financial Law*, *op. cit.* Cfr. Lehmann y Schürger, *Staatshaftung für Versäumnisse der BaFin im Fall Wirecard*, *op. cit.* Cfr. Castillo García, M., *Wirecard AG Leading Fintech «Trilemma» Case*, *op. cit.* pp. 3-4. Cfr. Brühl, V., *Mehr Nachhaltigkeit im deutschen Leitindex DAX-Reformschläge im Lichte des Wirecard-Skandals*, *op. cit.*

² FINMA finds market manipulation Blackstone Resources AG. The Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA has concluded proceedings for violation of market conduct rules against Blackstone Resources AG and one its directors. It found market manipulation and violation of disclosure obligation. 12 April 2022. www.finma.ch

³ Vid. Bank of England, The Prudential Regulation Authority has fined Credit Suisse pounds 87 million, *op. cit.* Cfr. Board of Governors of the Federal Reserve System. In the matter UBS Group, Credit Suisse AG, penalty \$268,494,109.20, *op. cit.* Cfr. Díez, J. R. «Com sol succeir en els moments finals dels processos d'enduriment monetari, és lògic que l'estabilitat financera guanyi més protagonisme en la funció de reacció dels bancs centrals. De tota manera, a la vista d'accidents com el l'SVB, el focus s'haurà de posar en la detecció (i la correcció) dels models de negoci especialment fràgils. I en l'augment de la coordinació de la regulació i de la supervisió a nivel global, per evitar distorsions com les ocasionades per la intervenció del Credit Suisse en el funcionament d'importants segments dels mercats de renda fixa (AT1)». *Nous reptes per als bancs centrals. CaixaBankResearch*. Editorial. Abril. 2023. IMO4. www.caixabankresearch.com. Cfr. New York State Department of Financial Services (DFS) fines Credit Suisse AG \$135 million for unlawful, unsafe and sound conduct in its foreign exchange trading business. Credit Suisse Traders Engaged in Efforts to Manipulative Prices, Profited at the Expense of Clients, and Improperly Shared Customer Information. Credit Suisse Executives Encouraged Traders to Engage in Front Running, which Deceived and Disadvantaged Customer. The violation from an investigation by DFS determining that from at least 2088 at 2015, Credit Suisse consistently engaged in unlawful, unsafe and unsound conduct by failing to implement effective controls over its foreign exchange business. November 13, 2017. <http://www.dfsny.gov/bout/press/pr1711131.htm>

⁴ FINMA, Annual Report 2021, p. 36.

reports, y el segundo, *Measures to be taken in cases of incomplete or non-submitted reports*. Este, en concreto, refiere que FINMA identificó a empresas de valores en la presentación informes, p. ej., de derivados con información que determina el valor bloqueante (*call or put*), el precio de ejercicio, el activo subyacente a plazo o el ratio de suscripción, incompletos⁵. En este contexto, el caso Blackstone Resources AG, pendiente de apelación, es paradigmático. FINMA verificó que esta empresa y uno de sus directores habían, supuestamente, manipulado el mercado influyendo en el precio de las acciones corporativas desde su cotización de forma inadmisibles⁶. Las actividades comerciales y de información de Blackstone y un directivo impulsaron el precio de las acciones, omitiendo información al requerimiento de FINMA. No obstante, con la información obtenida, FINMA consideró que Blackstone, y personal asociado, compraron de forma reiterada acciones en periodos concretos de negociación para aumentar, mediante una supuesta manipulación, los precios de las acciones sin anotaciones en el libro de pedidos y sin antecedentes económicos demostrables. Blackstone publicó su influencia en el precio del mercado de forma reiterada. En concreto, en mayo de 2019 Blackstone emitió un comunicado en su web anunciando una gran colocación privada fuera del mercado en la que el precio de sus acciones en bolsa se negoció hasta en tres ocasiones, afirmando haber generado ingresos netos a través del *modus operandi* de la transacción, aunque, posteriormente, se demostró que esta se estructuró de tal manera que Blackstone no tuvo ingresos. Tampoco se mencionó en el comunicado que el inversionista privado involucrado era un director de Blackstone. Asimismo, la empresa realizó recomendaciones públicas de compra patrocinadas con precios objetivo muy por encima de los precios del mercado realmente liquidados, basándose en información, parcialmente, incorrecta⁷.

La manipulación o la tentativa de manipulación de los índices de referencia⁸ o los tipos de interés del mercado interbancario pueden afectar a la integridad de los mercados ante

⁵ *Ibidem*.

⁶ *Ibidem*.

⁷ *Ibidem*.

⁸ Cfr. cdos. 1, 2, 3 y 4; art. 1, Sistemas adecuados y control eficaz; art. 2, Formación, y art. 3, Política de integridad de los datos de cálculo 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 entrañar manipulación o intento de manipulación de un índice de referencia. DOUE 13.8.2021 L 291/13-15. Cfr. New York State Department of Financial Services (DFS): «The DFS investigation found that for many years, Credit Suisse foreign exchanges traders participate in multi-party electronic chat room, where traders, sometimes using code names to discreetly share confidential customer information, discussed coordinating trading activity and attempted to manipulate currency prices or benchmark rates». Fines Credit Suisse AG \$135 million for unlawful, unsafe and sound conduct in its foreign Exchange trading business, *op. cit.* Cfr. CFTC Orders JP Morgan Chase Bank, N.A. to Pay \$65 Million Penalty for Attempted Manipulation of U.S. Dollar ISDAFIX Benchmark Swap Rates. Release 7742-18. June 18, 2018. www.cftc.gov. Cfr. CFTC Orders The Goldman Sachs Group, Inc. to Pay \$120 Million Penalty for Attempted Manipulation of U.S. Dollar ISDAFIX Benchmark Swap Rates. Docket N.º 17-03. December 21, 2016. Cfr. Paredes Castañón, J. M.: «Sobre

la ausencia de transparencia y la fiabilidad de los datos, según el «MAR» y la doctrina⁹. El cdo. 44¹⁰ del «MAR» procede a la descripción:

El precio de muchos instrumentos financieros se fija sobre la base de índices de referencia. La manipulación o la tentativa de manipulación de los índices de referencia, incluidos los tipos de interés del mercado interbancario, puede tener graves repercusiones en la confianza de los mercados y dar lugar a pérdidas significativas para los inversores o a distorsiones de la economía real. Por tanto, conviene adoptar disposiciones específicas en relación con los índices de referencia, a fin de preservar la integridad de los mercados y garantizar que las autoridades competentes puedan prohibir claramente la manipulación de estos índices. Dichas disposiciones deben cubrir todos los índices de referencia publicados, incluidos aquellos a los que se puede acceder a través de internet, de forma gratuita o no, como los índices de referencia CDS y los índices de índices. Es necesario completar la prohibición general de la manipulación del mercado con la prohibición de la manipulación de los índices de referencia, de la transmisión de información falsa o engañosa, del suministro de datos falsos o engañosos, o de cualquier otra acción que suponga una manipulación del cálculo de un índice de referencia, cuando el cálculo se defina de forma amplia para incluir la recepción y evaluación de todos los datos relativos al cálculo de dicho índice de referencia, así como, en particular, datos tratados, la metodología utilizada, basada, total o parcialmente, en algoritmos o en apreciaciones. Dichas normas se añaden al Reglamento (UE) n.º 1227/2011 que prohíbe transmisión deliberada, a empresas que realizan estimaciones de precios o informes sobre el mercado de productos energéticos, al por mayor, de información falsa que induzca a error a los participantes en el mercado, que actúan apoyándose en estas estimaciones de precios o en estos informes de mercado¹¹.

si la tentativa(dolosa) de los delitos de peligro concreto debe ser considerada o no punible, resulta, en general, muy discutida [...] que no puedan controlarse las conductas abstractamente peligrosas mediante mecanismos extrapenales (ampliamente presentes en la regulación jurídico-administrativa de los mercados financieros), haciendo innecesario el recurso al Derecho Penal. De manera que, incluso para el caso de los mercados financieros (que seguramente es, dentro del Derecho Penal económico, el supuesto más propicio que podemos imaginar para una intervención penal anticipada al estadio de la mera peligrosidad abstracta), no es claro que exista justificación político-criminal suficiente para la incriminación de las meras tentativas, aun dolosas, de los delitos (de peligro concreto) de manipulación de precios». Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores, *op. cit.*, pp. 826-827.

⁹ Vid. Shearer, M., *et al.*, Learning to Manipulate a Financial Benchmark. September 14, 2022. University of Michigan, Ann Arbor Law. <https://ssrn.com/abstract=4219227>. Cfr. Guagliano, C. *et al.*: «i.e. in the case of large orders distorting price formation. Attempts to manipulate the consensus mechanisms of distributed ledgers (i.e., through so-called «51%» or «Sybil» attacks) can put the value on the entire blockchain at risk» *Crypto-assets and their risks*, *op. cit.*, p. 6.

¹⁰ L 173/9.

¹¹ «MAR» L 173/9.

Asimismo, el artículo 3.1 del «MAR», sobre definiciones, dice:

A efectos del presente Reglamento se entenderá por «índice de referencia» cualquier tasa, índice o cifra, puesto a disposición del público o publicado, que se determina de forma periódica o regular, mediante la aplicación de una fórmula o sobre el valor de uno, o varios activos subyacentes o precios, incluyendo precios estimados, tipos de interés u otros valores reales o estimados, o a datos de estudios, y que se utiliza como referencia para determinar la cantidad pagadera por un instrumento financiero o el valor de un instrumento financiero¹².

Respecto a la manipulación de un instrumento financiero utilizado como precio de referencia de un derivado en un OTC, el «MAR» asevera:

Cuando un instrumento financiero se utiliza como precio de referencia, un derivado negociado en un OTC puede 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. El mismo principio debería aplicarse a los contratos de contado sobre materias primas cuyo precio se basa en el instrumento derivado (cdo. 10)¹³.

Igualmente, el «MAR» en el artículo 12, sobre manipulación de mercado, letra d)¹⁴, refiere el índice de referencia, calificando como manipulación de mercado las siguientes acciones:

d) Transmitir información falsa o engañosa o suministrar datos falsos con un índice de referencia, cuando el autor de la transmisión o del suministro de datos supiera o debiera haber sabido que eran falsos o engañosos, o cualquier otra conducta que suponga una manipulación del cálculo de un índice de referencia.

Sin embargo, ESMA¹⁵, en el *Carbon markets under MAR*, omite mención alguna sobre la mencionada letra d) del artículo 12 causando confusión, inseguridad jurídica y sorpresa. Máxime cuando en la introducción del *legal framework* recuerda la integridad de los mercados:

La finalidad del régimen de abuso de mercado de la Unión Europea consiste en el propósito de la promoción de la integridad de los mercados a través de la prohi-

¹² *Ibidem*, L 173/17-21.

¹³ «MAR» L 173/2 y 3. *Cfr.* Paredes Castañón, J. M., Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores, *op. cit.*, pp. 826-827.

¹⁴ «MAR» L 173/30.

¹⁵ ESMA. Final Report Emission allowances and associated derivatives, *op. cit.*, p. 18.

bición de la información privilegiada, la comunicación ilícita de información privilegiada y la manipulación de mercado¹⁶.

Pero es que, además, en mi opinión, la inseguridad jurídica se incrementa, por un lado, para las personas físicas y jurídicas por el «MAR», invirtiendo la carga de la prueba¹⁷ en los investigados (en su caso, acusados) respecto al «papel causal de la acción enjuiciada en dicho proceso manipulándolo»¹⁸. Esto es, obligando a «demostrar» su inocencia, según el párrafo segundo de la letra a) del artículo 12.1:

A menos que la persona que hubiese efectuado la operación o dado la orden de negociación o realizado cualquier otra conducta demuestre que esa operación, orden o conducta se han efectuado por razones legítimas y de conformidad con una práctica de mercado aceptada con arreglo a lo dispuesto en el artículo 13¹⁹.

Y, por otro, se infiere de las áreas prioritarias de ESMA sobre sostenibilidad financiera²⁰ y en *Carbon markets under MAR*²¹ criminalizando acciones y omisiones mediante la subsumición de conductas en el artículo 12, Manipulación de mercado, en el artículo 16, Prevención y detección del abuso de mercado²², y en el anexo I²³ del «MAR», en relación con el artículo 7(6), Precio de adjudicación de la subasta y resolución de los casos de empate de ofertas del Reglamento 1031/2010 de la Comisión²⁴ y el artículo 26, Obligación de comunicar las operaciones, del «MiFIR»²⁵. Confusión e inseguridad jurídica que aumenta cuando el Reglamento 1031/2010 dice en el cdo. 31 de forma taxativa que estos «mercados» «están sujetos a la jurisdicción contencioso-administrativa del Estado miembro de origen que determine la legislación nacional»²⁶.

¹⁶ *Ibidem*. Traducción del inglés, nuestra.

¹⁷ Cfr. Luchtman, M. J. J. P. y Vervaele, J. A. E., Aplicación del régimen de abuso de mercado, *op. cit.*, p. 779. Cfr. art. 80.1 a) Prohibición de manipulación de mercado. Propuesta Reglamento (MiCA).

¹⁸ Vid. Paredes Castañón, J. M., Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores, *op. cit.* p.796.

¹⁹ MAR L 173/30.

²⁰ ESMA, Sustainable Finance Roadmap 2022-2024, 10 February 2022, ESMA 30-379-1051, pp. 7 y ss., *op. cit.*

²¹ ESMA. Final Report. Emission allowances and associated derivatives, p. 18, *op. cit.*

²² «MAR» L 173/33.

²³ *Ibidem* L 173/55.

²⁴ De 12 de noviembre de 2010, sobre el calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases con efecto invernadero. L 302/13 y 14.

²⁵ «MiFIR» L 173/18.

²⁶ Reglamento (UE) 1031/2010 de la Comisión, L 302/5.

Sin embargo, ESMA, en *Carbon markets under MAR*, justifica la criminalización mediante

la compra o venta de derechos de emisión o derivados relacionados en el mercado secundario antes de la subasta celebrada, según el mencionado Reglamento 1031/2010, calificando el comportamiento como manipulación de mercado siempre que tenga el efecto de fijar precios de compensación de la subasta para los productos subastados a un nivel anormal o artificial o si induce a error a la oferta en las subastas. La manipulación de mercado se realizaría al estar los precios de subasta y los precios de los mercados secundarios interrelacionados, debiendo cancelarse la subasta según el artículo 7(6) del Reglamento si el precio de compensación de la subasta es significativamente inferior al precio del mercado secundario. El objetivo, evitar que los participantes se beneficien del arbitraje entre los mercados primario y secundario²⁷.

No obstante, en mi opinión, ESMA recurre al riesgo permitido para mitigar el exceso punitivo cuando sostiene que

el sistema de vigilancia del mercado de la Unión Europea se basa en las prohibiciones establecidas por el «MAR» sobre información privilegiada y manipulación de mercado y no cualquier especulación con impacto sobre los precios que no represente violación de las prohibiciones sobre abuso de mercado [...] cualquier otra estrategia comercial que no se encuadra en ninguna de las categorías anteriores, incluso cuando se lleve a cabo exclusivamente en la búsqueda de una inversión sobre la incierta evolución del futuro del precio del instrumento financiero, no puede considerarse manipulación del mercado²⁸,

siguiendo al Reglamento Delegado (UE) de la Comisión 2017/565 de 25 de abril de 2016 por el que se completa «MiFID II»²⁹. Esto es, la denominada por Paredes Castañón (2014) «existencia o no de riesgo permitido en la conducta del autor» (pp. 790-791).

La confusión, falta de claridad e inseguridad jurídica en la interpretación de ESMA, en mi opinión, viene generada por la «MAD II» con el artículo 1.4, c) Objeto y ámbito de aplicación: «El artículo 5 se aplicará también a la conducta en relación con los índices de referencia». Parafraseando a Nieto Martín y Foffani (2018, p. 332), no se sabe con certeza si se pretende sancionar penalmente la manipulación de mercado realizada en los múltiples mercados existentes y, según nuestro criterio, hay que mencionar los creadores de mercados electrónicos³⁰,

²⁷ ESMA. Final Report. Emission allowances and associated derivatives, p. 18. Traducción nuestra.

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ *Vid. cdo. 121, L 87/16*.

³⁰ *Vid. Mascareñas*: «Gestionados por operadores independientes como Getco y Knight, que operan como principales para su propia cuenta. Sus precios de transacción no se calculan mediante el NBBO, por la que hay una formación de precios. Entre las críticas: - Los precios resultantes no tiene por qué reflejar los del mercado real. - Los intervinientes en la plataforma no tienen por qué conseguir el mejor precio.

con la intención de alterar el precio de los productos financieros de referencia o de si en cambio lo que pretende es sancionar cualquier tipo de manipulación que objetivamente afecte al precio, con independencia de cuál haya sido la intención. En este caso, lo que se estaría exigiendo del legislador nacional es la creación de un delito cualificado por el resultado, doloso en lo tocante a la manipulación imprudente en relación con la afectación al índice de referencia³¹.

Los ejemplos sobre *dark pools* o «plataformas oscuras», como los creadores de mercados electrónicos referidos por Mascareñas³², permiten reflexionar con la tesis de Nieto Martín y Foffani «que se oferten en los mercados los productos financieros más estrafalarios, referenciados a los más variopintos índices de referencia»³³ y la relación con la supuesta protección penal del inversor y la utilidad social³⁴. A título de ejemplo, mencionar que con el mercado del carbono ya se proponen nuevos índices de referencia³⁵ asociados a los índices de referencia armonizados con el Acuerdo de París³⁶. Y decimos supuesta protección penal del inversor y la utilidad social habida cuenta de que ante estos «nuevos índices de referencia con sus asociados» en el mercado del carbono que, en mi opinión, generan in-

- Son vulnerables a las tácticas predatoras de la HFT (utilizan tácticas de sondeo *pinging* para detectar grandes órdenes ocultas). - Las bolsas acusan a la *plataformas oscuras* de que sus operaciones aumentan la volatilidad intradía y los diferenciales, lo que lleva a distorsionar los precios de mercado. - Desventajada. No saber si la contraparte que se necesita (un comprador o un vendedor) está aún presente en la plataforma cuando hace falta, lo que implica que el operador no sea capaz de cumplimentar su orden tan rápido como el mercado bursátil tradicional», Mercado Financiero de Renta Variable (*Financial Market on Variable Income Securities*), Universidad Complutense de Madrid, 26 de marzo de 2018, pp. 29 y ss. https://papers.ssrn.com/sol3/of-dev/AbsByAuth.cfm?per_od=2103342

³¹ Vid. Nieto Martín, A. y Foffani, I., *Abusos de mercado y Derecho penal: España e Italia frente al impulso europeo*, op. cit., p. 333. Cfr. Señales de manipulación del mercado entre distintos productos, en su caso a través de diferentes centros de negociación: «31. Creación o fomento de posibilidades de arbitraje entre un instrumento financiero y otro instrumento financiero relacionado influyendo en los precios de referencia de uno de ellos, que pueden llevarse a cabo con diferentes instrumentos financieros (como derechos/acciones, mercados al contado, mercados de derivados, certificados de opción/acciones etc. En el contexto de las emisiones de derechos, podría lograrse influyendo en el precio de apertura[teórico] o de cierre [teórico de los derechos]). Anexo III. Sección B del Reglamento delegado (UE) 2017/56 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, L 87/79/80.

³² Mascareñas, Mercado Financiero de Renta Variable, op. cit., pp. 29 y ss.

³³ Vid. Nieto Martín, A. y Fofani, I., *Abusos de mercado y Derecho penal: España e Italia frente al impulso europeo*, op. cit., p. 333.

³⁴ *Ibidem*, p. 333.

³⁵ Vid. Cheng, G., Jondeau, E. y Mojon, B., Building portfolios of sovereign securities with decreasing carbon footprints. BIS Working Papers N.º 1038. September 2022. Bank for International Settlements / University of Lausanne. www.bis.org

³⁶ Vid. Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, 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 relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia. DOUE 9.12.2019. L 317/17.

seguridad jurídica, la protección debería situarse más bien en la jurisdicción civil-mercantil³⁷ o, en el hipotético supuesto de Derecho administrativo-sancionador, en la contencioso-administrativa³⁸, que en la penal. Al respecto, sobre el mercado de gases de emisión, Nieto Martín y Foffani³⁹ plantean dudas con el enfoque: «Es muy dudoso que este interés social esté presente en cualquier producto financiero».

En la política de preservar la integridad de los mercados, el ámbito de aplicación del «MAR» también abarca «los instrumentos financieros que se negocian en otras categorías de sistemas organizados de contratación (SOC) o que se negocian únicamente en mercados organizados OTC» (cdo. 8)⁴⁰.

Respecto a los mercados de contado y de derivados, el «MAR» considera que

las estrategias de manipulación pueden extenderse a los mercados de contado y de derivados. La negociación de instrumentos financieros, incluidos los derivados sobre materias primas, puede emplearse para manipular los contratos de contados sobre materias primas relacionados con ellos, y los contratos de contado sobre materias primas pueden utilizarse para manipular los instrumentos financieros correspondientes. La prohibición de la manipulación de mercado debe, por tanto, reflejar estas interrelaciones (cdo. 20)⁴¹.

Sin embargo, en teoría, hay excepciones. Por un lado, sobre las «conductas que no tengan relación con instrumentos financieros, como la negociación de contratos de contado sobre materias primas que afecten exclusivamente a los mercados de contado» (cdo. 20)⁴²; y, por otro, al «aplicar» la definición de manipulación de mercado mediante remisión al mencionado Reglamento (UE) n.º 1227/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2011, sobre la integridad y la transparencia del mercado mayorista de la energía⁴³ «REMIT».

³⁷ Vid. Caso Mizuho. La Bolsa de Tokyo fue condenada al pago de la suma equivalente a 80 millones de euros por daños y perjuicios. Cfr. Baum, H., Fleckner, A. M. y Sumida, M., Haftung für Pflichtverletzungen von Börsen. Deutschland und Japan in Vergleich. *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law. Research Paper Series. N.º 17/22. Rabelsz. Vol. 82.* <https://ssrn.com/abstract=3082811>

³⁸ Según el parágr. 39 WpHG (Ley del Mercado de Valores alemán) la manipulación no delictiva se sanciona con multa. Vid. BaFIN. Markmanipulation. www.bafin.de

³⁹ Nieto Martín, A. y Foffani, L., *Abusos de Mercado y Derecho penal...*, op. cit., p. 333. Cfr. Delacroix, G., Picaud, E. y Martinon, L., *El negocio sucio del CO2. Derecho a contaminar*, op. cit.

⁴⁰ L 173/2.

⁴¹ L 173/4.

⁴² L 173/4.

⁴³ DOUE 8.12.2011 «REMIT». Siglas en inglés. Cfr. cdo. 3, Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la «MiFID II» del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de la «MiFID». DOUE 31.3.2017. L 87/1-2.

Contradicción con un sector de la doctrina financiera⁴⁴ y que, en mi opinión, se constata con el artículo 12 del «MAR» sobre la manipulación de mercado⁴⁵ relacionada con un índice de referencia, posterior al «REMIT». Tipo que abarca al comercio de los derivados financieros –incluyendo los certificados de emisión–:

A efectos del presente Reglamento, la manipulación incluirá las siguientes actividades:

a) Ejecutar una operación, dar una orden de negociación o cualquier otra conducta que: i) transmita o pueda transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero o de un contrato de contado sobre materias primas relacionado con él, o bien ii) fije o pueda fijar en un nivel anormal o artificial el precio de uno o varios instrumentos financieros o de un contrato de contado sobre materias primas relacionado con ellos, a menos que la persona que hubiese efectuado la operación o dado la orden de negociación o realizado cualquier otra conducta demuestre que esa operación, orden o conducta se han efectuado por razones legítimas y de conformidad con una práctica de mercado aceptada con arreglo a lo dispuesto en el artículo 13;

b) Ejecutar una operación, dar una orden de negociación o cualquier otra actividad o conducta que afecte o pueda afectar mediante mecanismos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio, al precio de uno o varios instrumentos financieros, de un contrato de contado sobre materias primas relacionado o de un producto subastado basado en derechos de emisión.

c) Difundir información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o por cualquier otro medio transmitiendo así o pudiendo transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero de un contrato de contado sobre materias primas relacionado o de un producto subastado basado en derechos de emisión, o pudiendo así fijar en un nivel anormal o artificial el precio de uno o varios instrumentos financieros de un contrato de contado sobre materias primas relacionado o de un producto subastado basado en derechos de emisión, incluida la difusión de rumores, cuando el autor de la difusión sepa o debiera saber que la información era falsa o engañosa.

Asimismo, la «MiFID II», como norma primaria, al intentar regular los *dark pools*⁴⁶, menciona conceptos como la «transparencia e integridad del mercado». En la sección 3, y en concreto el artículo 31, apartados 1 y 2, sobre «Supervisión del cumplimiento de las normas

⁴⁴ Vid. Hiemstra, L. M. The Financial Side of Energy Markets in the Low-Carbon Transition, *op. cit.*, p. 12.

⁴⁵ L 173/29/30.

⁴⁶ Vid. art. 4 de la «MIFID II». Definiciones, (20) «internalizador sistemático», la empresa de servicios de inversión que, con carácter organizado, frecuente, sistemático y sustancial, negocia por cuenta propia cuando ejecuta órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o en SMN o un SOC sin gestionar un sistema multilateral». L 173/382.

de los SMN o SOC y de otras obligaciones legales», efectúa remisión al «MAR»⁴⁷, al igual que el artículo 32.2, «Suspensión y exclusión de instrumentos financieros de la negociación en un SMN o SOC». De esta manera, «MiFID II» sigue las indicaciones de OICV-IOSCO, organismo internacional mencionado de forma reiterada a lo largo de la directiva, aunque se refieran a la «MiFID I». IOSCO⁴⁸ ha identificado, entre seis conductas de manipulación de mercado, a los *dark pools* como una segunda conducta por su importancia.

Igualmente, en propuestas de diseño *soft law*⁴⁹, sobre el bono estándar verde europeo (EU-GBS) por el Technical Expert Group (TEG)⁵⁰, asesor de la Comisión Europea, se menciona la promoción de la integridad del mercado. El EU-GBS está diseñado, por un lado, para promover aún más transparencia y la integridad del mercado, especialmente con respecto a las preocupaciones relacionadas con la posible representación de los aspectos objetivos o impactos ecológicos o sostenibles de los proyectos (es decir, el *greenwashing* –lavado verde–)⁵¹. Y, por otro, cumple con los requisitos de los índices de referencia *EU climate transition benchmarks* (EUCTB)⁵².

⁴⁷ «MiFID II» L 173/416-417.

⁴⁸ Addendum to IOSCO report on investigating and prosecuting market manipulation: «2-Market fragmentation and dark liquidity», 2013, Madrid, p. 2. www.iosco.org. Cfr. IOSCO has previously identified the following as the most important changes can impact market integrity (IOSCO Report FR 09/11). Cfr. SEC-v-Credit Suisse Securities (USA) LLC. Administrative Proceeding File N.º 3-17078, January 31, 2016. Cfr. Biedermann, Z., *Off-exchange Trading, Dark Pools and their Regulatory Dilemmas*. Public Finance Quarterly, 2015.

⁴⁹ Vid. Mülbart, P. O. y Sajnovits, A., The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG ERA, *op. cit.*, p. 8.

⁵⁰ Technical Expert Group (TEG), Report on EU Green Bond Standard, June 2019, p. 54, finance.ec.europa.eu/system. Traducción, nuestra. 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, *op. cit.*, p. 136. Cfr. Caramichael, J. y Rapp, A. C., The Green Bond Issuance Premium, Number 1346, June 2022, International Finance Discussion Papers 1346. Board of Governing of The Federal Reserve System, Washington. <https://doi.org/10.17016/IFDP.2022.1346>. Cfr. OECD, Financial Markets and Climate transition, *op. cit.*, p. 94.

⁵¹ Vid. Reglamento de taxonomía, cdo. 11: «En el contexto del presente Reglamento, el blanqueo ecológico hace referencia a la práctica de obtener una ventaja competitiva desleal comercializando un producto financiero como respetuoso con el medio ambiente cuando, en realidad, no cumple los requisitos medioambientales básicos. Actualmente, unos pocos Estados miembros disponen de sistemas de etiquetado. Dichos sistemas en vigor se basan en diferentes sistemas para clasificar las actividades económicas medioambientalmente sostenibles. Habida cuenta de los compromisos políticos adquiridos en el marco del Acuerdo de París y a nivel de la Unión, es probable que cada vez más Estados miembros establezcan sistemas de etiquetado o exijan otros requisitos a los participantes respecto de la promoción de productos financieros o de emisiones de renta fija privada como 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. Cfr. ESRB, Positively green: Measuring climate change risks. *op. cit.*, p. 4. Cfr. TEG, Report on EU Green Bond Standard, *op. cit.*, p. 54.

⁵² P. ej. Stoxx Climate Transition and Paris-Aligned Benchmark indices; MSCI Climate Change; S&P Climate Transition and Paris aligned Climate Indices. Vid. OECD. Financial Markets and Climate Transition, *op. cit.*, p. 90.

Desde la implementación del «MAR», la Comisión Europea, el Consejo, el Parlamento Europeo y la justicia de la Unión Europea se han pronunciado sobre el concepto de integridad de los mercados financieros, pero más bien referido al folleto⁵³, la información privilegiada⁵⁴, que a la manipulación de mercado, mediante una interpretación y una técnica jurídico-penal ambigua, como sucede con los tribunales de los Estados miembros, intentando «hacer restricciones allí donde no existe base para ello»⁵⁵. Por lo que respecta a la Sala de lo Penal del Tribunal Supremo español, en la sentencia n.º 369/2019, de 22 de julio de 2019⁵⁶ se refiere la integridad de los mercados según las exigencias de la legislación de la Unión Europea, al imponer sanciones penales por conductas más graves de abuso de mercado. La resolución no dice qué entiende por integridad del mercado.

Es en el ámbito del *soft law*⁵⁷ donde, recientemente, se ofrece una definición de integridad del mercado, pero abarcando diversos bienes jurídicos-penalmente protegidos, que van desde la prevención (blanqueo de capitales, financiación del terrorismo, manipulación de mercado), sin considerar la información privilegiada.

En mi opinión, el concepto integridad de los mercados financieros, ahora en expansión con las finanzas sostenibles⁵⁸, se ha transformado en un concepto jurídico indeterminado que no se sabe realmente cuál es su significado. ¿No sería más ajustado en derecho hablar de, por un lado, de «integridad del precio de mercado»⁵⁹. Y, por otro, de eficacia y eficiencia

⁵³ Vid. Martínez-Buján Pérez, C., *Estafa de inversores y de crédito. (El art.282 bis del Código Penal)*. Tirant lo Blanch, 2012, p. 82.

⁵⁴ Vid., Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Gran Sala), de 15 de marzo de 2022, asunto C-302/20, Sr. A. v Autorité des marchés financiers (AMF), ponente F. Biltgen. Se invoca el «MAR»; sentencia, Sala Segunda, de 28 de junio de 2012, asunto C-19/2011, Geltl v. Daimler AG, ponente U. Löhmus; sentencia de 23 de diciembre de 2009, Spector Photo Group v. Van Raemdonck, C-45-08, entre otras.

⁵⁵ Vid. Paredes Castañón, J. M. Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores, *op. cit.*, p. 793.

⁵⁶ Vid. FD vigésimo primero. STS 369/2019, recurso n.º 2975/2017. Pte. Colmenero Menéndez de Lurca. Cfr. Feijóo Sánchez, *El Tribunal Supremo Español ante el delito de manipulaciones informativas del precio de cotización de un instrumento financiero*, Criminalia Academia Mexicana de Ciencias Penales. Año LXXXVII. Nueva época. Diciembre-2020. Ubijces Editorial, SA de CV, p. 623, www.criminalia.com.mx

⁵⁷ Vid. Bank for International Settlements (BIS), «Market integrity: the prevention of illicit activities in the monetary system, such as money laundering and terrorism financing, as well as market manipulation.» *Annual Economic Report de 2023*. Glossary, p. 117. www.bis.org

⁵⁸ Vid. Aramonte, S. y Packer, F., *Information governance in sustainable finance*. BIS Papers N.º 132. December 2022, p. 12.

⁵⁹ Vid. Cheng, G., Jondeau, E. y Mojon, B., *The impact of green investors on stock prices*. BIS Working Papers. N.º 1127. September 2023. Cfr. United States Court of Appeals for the Second Circuit. *Ark Tchr Ret. Sys. v. Goldman Sachs Croup. Inc.* Docket N.º 22-44. August 10, 2023, p. 5, *op. cit.* Cfr. United States District Court for the District of Minnesota. *Sec v. Jason Nordlund*. Civil Action Number 22-cv-2406. July 26, 2023.

(*efficient capital market by hypothesis* - ECMH)⁶⁰ para evitar distorsiones, disfunciones en la supervisión y falsa transparencia, como ha sucedido en los Estados Unidos con Silicon Valley Bank, First Republic Bank o Signature Bank, y en la Europa continental con Credit Suisse⁶¹?

4. Relación entre el concepto de «doble materialidad», el inversor razonable y la información privilegiada

Para realizar una valoración de los conceptos normativos sobre «doble materialidad» e inversor razonable y de razonablemente⁶² en los mercados ASG y del carbono, desde la epistemología y la hermenéutica histórico-relativa⁶³, hay que acudir a la norma secundaria. En primer lugar, al referido cdo. 14 del «MAR»⁶⁴:

Los inversores razonables basan sus decisiones de inversión en información ya disponible, es decir, en información disponible *ex ante*. Por consiguiente, la cuestión acerca de si, al decidir sobre una inversión, un inversor razonable probablemente tenga en cuenta o no una determinada información, debe analizarse sobre la base de la información disponible *ex ante*. En dicho análisis se han de tomar en consideración, en tales circunstancias, el efecto previsto de la información a la luz del conjunto de actividades del emisor correspondiente, la fiabilidad de la fuente de información y cualquier otra variable del mercado que, en las circunstancias del caso, pueda afectar a los instrumentos financieros, a los contratos de contado sobre materias primas o a los productos subastados basados en derecho de emisión.

⁶⁰ Vid. Mülbert, P. O. y Sajnovits, A., *The Inside Information Regime of the MAR and the Risk of the ESG Era*. European corporate governance institute (EGG2). Working Paper n.º 548, October 2020, p. 14. <https://ssrn.com/abstract=3719944> Cfr. Venturuzzo, M. y Mock, S., *Market Abuse Regulation*. Series. Oxford. Second Edition. 1 March 2022.

⁶¹ Vid. New York State Department of Financial Services: «Certain Credit Suisse executives in the Bank's foreign exchange unit deliberately fostered a corrupt culture that failed to implement effective controls in its foreign exchange trading business, which allowed the bank's foreign exchange traders and others to violate New York State Law and repeatedly abuse the trust of their customers over the course of many years. DFS will not tolerate any violations of law that threaten the integrity of our markets and undermine customer confidence» said Superintendent Vullo. Fines Credit Suisse AG \$135 million for unlawful, unsafe and sound conduct in its foreign exchange trading business, *op. cit.*

⁶² Vid. cdo. 21, Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020. Cfr. EBA/EIOPA/ESMA. Joint Committee of the European Supervisor and Authorities. Consolidated questions and answers (Q&A) on the SFDR (Regulation (EU) 2019/2088) and the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288), p. 52, *op. cit.*

⁶³ Vid. Perlingieri, G., *Aspectos aplicativos de la razonabilidad en el Derecho civil*. Traducc. y prólogo Agustín Luna Serra, Dykinson, 2015, p. 37. Cfr. Luna Serrano, A.: «La razonabilidad como criterio hermenéutico se haya de contrastar lo mismo con los principios y las reglas que con los otros ingredientes normativos [...] componen el ordenamiento y deben contar, en su caso, en la solución del problema concreto». Aspectos aplicativos de la razonabilidad, *op. cit.*, p. 14.

⁶⁴ L 173/3.

En segundo lugar, al cdo. 15 del «MAR»:

La información *ex post* puede utilizarse para verificar la presunción de que la información *ex ante* era sensible al precio, pero no para actuar contra quienes hayan extraído conclusiones razonables de la información *ex ante*.

Y, en tercer lugar, al artículo 7, apartados 2 y 4. del «MAR»⁶⁵. El apartado 2 dice:

A efectos del apartado 1, se considerará que la información tiene carácter concreto si se refiere a una serie de circunstancias que se dan o que se puede esperar razonablemente que se van a dar, o a un hecho que ha sucedido o que se puede razonablemente que va a suceder, siempre que esa información sea suficientemente específica para permitir extraer alguna conclusión sobre los efectos que esas circunstancias o ese hecho podrían tener en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos derivados relacionados, de los contratos de contado sobre materias primas relacionados con ellos, o de los productos subastados basados en derechos de emisión.

Y, asimismo, el apartado 4:

A efectos del 1, se entenderá por información que, de hacerse pública, podrá influir de manera apreciable sobre los precios de instrumentos financieros, instrumentos financieros derivados, contratos de contado sobre materias primas relacionados con ellos, o productos subastados 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.

No obstante, surgen preguntas sobre la «doble materialidad» desde la norma primaria (p. ej., artículos 8 y 9 del «SFDR» relacionada con la norma secundaria, el «MAR» y el Código Penal. ¿La «doble materialidad» es un bien jurídico-penal protegido? ¿Qué se entiende por el inversor razonable y por razonablemente, cuál es su significado? ¿Son jurídico-penalmente sostenibles los conceptos «doble materialidad», inversor razonable⁶⁶ y razonable-

⁶⁵ L 173/25.

⁶⁶ Cfr. Perlingieri, G: «*Juzgar* no significa subsumir o detenerse en el, por lo demás útil, supuesto de hecho preconstituido, porque la interpretación es siempre *valoración*, ni tampoco significa limitarse a la actividad de argumentación, porque el discurso jurídico necesita de fundamentos y no puede rehuir una *pretensión de corrección y justicia*, entendida no únicamente como no contradicción, como mera conformidad con los predicados y como claridad, sino también como *justificación*, desde el perfil procedimental y de contenido, de las decisiones jurídicas. En otro caso, todo se convierte en sostenible, en cuanto que la mera capacidad *argumentativa* y *demostrativa* puede servir de fundamento tanto a una interpretación meramente literal y tanto a una interpretación funcional (atenta exclusivamente a la *ratio* de las diferentes disposiciones legislativas), como a una interpretación sistemática y axiológica en buena armonía con la *ciencia jurídica* y con la *exigencia de justicia*». *Aspectos aplicativos de la razonabilidad en el Derecho civil*, op. cit., pp. 191 y 192.

mente en mercados del carbono o ASG coincidiendo con la implementación de la cuarta revolución industrial⁶⁷ (p. ej., algoritmos⁶⁸, aprendizaje de máquina, automatización, inteligencia artificial⁶⁹ [ChatGPT])⁷⁰?

Como se ha comentado, el lenguaje es fundamental para el legislador⁷¹, el jurista⁷² en general y para el derecho administrativo sancionador y el derecho penal⁷³, en particular. La ausencia de definición ha sido constatada, por un lado, por el Securities and Markets Stakeholder Group (SMSG)⁷⁴ mediante respuestas a las consultas formuladas por ESMA planteando las dificultades que tienen los emisores para deslindar la identificación de la información privilegiada. Evidenciando, asimismo, la imposibilidad práctica de utilizar la noción de inversor razonable, ya que no solo se refiere a un tipo de inversor, sino también al instrumento financiero en cuestión (diferentes tipos de inversiones utilizan diferentes instrumentos financieros)⁷⁵. En la misma línea, la autoridad supervisora alemana (BaFin)⁷⁶ promueve su particular guía basada en el «MAR». Y, por otro, la doctrina continental europea con propuestas *de lege lata*⁷⁷ y la norteamericana al asociar el concepto de inversor razo-

⁶⁷ Vid. Elliot, L., *The AI industrial revolution puts middle-class workers under threat this time*. The Guardian. 18 Feb 2023. www.theguardian.com

⁶⁸ Vid. Lin, T. C. W.: »The specific normative claim argues that policy makers should formally recognize a new typology of algorithmic investors as an early step towards better acknowledging contemporary investor diversity». Reasonable investors(s). *Boston University Law Review*, 2015, p. 461 y ss.

⁶⁹ Vid. Jamal, Z.: «Elsewhere, companies are looking to increase environmental, social and governance (ESG) results». *How AI is being used by businesses to eliminate bias in hiring processes*. International Business Times. 05/10/23. www.ibtimes.co.uk

⁷⁰ Vid. Kim, A. G., Muhn, M. y Nikolaev, V., *Bloated Disclosures: Can ChatGPT Help Investors Process Financial Information?* Chicago Booth. The University of Chicago Booth School of Business. Working Paper N.º 23-207. June 17, 2023. <https://ssrn.com/abstract=4425527>. Cfr. Wilkinson, A., *ChatGPT 'portfolio' outperforms leading UK funds. Theoretical fund of 38 stocks has outperformed 10 most popular funds on interactive investor, finds finder.com*. Financial Times, May 4, 2023. www.ft.com. Cfr. Muir, M., *AI and ETFs: the Machines are coming (but not always winning)*. ETFs using machine learning and natural language processing to pick stocks do not consistently outperform indices... yet. The Financial Times. April 24, 2023. www.ft.com

⁷¹ Vid. Perlingieri, G., *Aspectos aplicativos de la razonabilidad en el Derecho civil, op. cit.*, p. 23.

⁷² Vid. Tapia Hermida, A. J., *Decálogo europeo de la diligencia debida de las empresas, op. cit.*, p. 2.

⁷³ Vid. González Cussac, J. L., *Lenguaje y dogmática penal, op. cit.*, p. 12. Cfr. Paredes Castañón, *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios en los mercados de valores, op. cit.*, p. 708.

⁷⁴ SMSG Response to ESMA's Consultation paper on MAR review report. 4 December 2019. Paragr. 14, pp. 3-4. ESMA 22-106-2044, pp. 3-4. www.esma.europa.eu/smsg

⁷⁵ *Ibidem*, cfr. SMSG Position Paper Regarding ESMA's Work on MAR Level3-Measure. 21 September 2015. Paragr. 33. ESMA/SMSG/025. www.esma.europa.eu/smsg

⁷⁶ BaFin: «European Law does not contain any definition of the "reasonable investor"». Module C. Requirements based on the Market Abuse Regulation (MAR). Issuer Guidelines. 25 March 2020, p. 11. www.bafin.de

⁷⁷ Mülbart, P. O. y Sajnovits, A. *The inside Information Regimen of the MAR, op. cit.*, p. 20.

nable y la información relacionada con el clima⁷⁸ en el marco de la información privilegiada en mercados ASG⁷⁹ con efectos de derecho administrativo sancionador y penal.

¿Cuántas clases de inversores existen en los mercados de valores? Hay varias, a las que hay que añadir los inversores en los mercados ASG y del carbono. Tradicionalmente, según Lin (2015, pp. 461 y ss.) existen cinco tipologías básicas en los mercados financieros estadounidenses, que son guía para «MAD II/MAR» y «MiCA»: a) el inversor razonable⁸⁰; b) el inversor irracional⁸¹; c) el inversor activo⁸²; d) el inversor sofisticado⁸³, y e) el inversor entidad⁸⁴.

El inversor razonable (homo economicus). En la Unión Europea está diseñado y regulado como concepto normativo según el «método Lamfalussy», siendo una ficción convencional del derecho penal europeo reflejada en el «MAR» (cdos. 14 y 15, art. 7.2 y 4). Se adapta en el «MAR» el concepto clásico de inversor razonable de la jurisprudencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos, seguido por autoridades supervisoras (p. ej., CFTC⁸⁵ y la SEC⁸⁶).

⁷⁸ Vid. Wright, C.: »However, the SEC disclosure framework relies on what companies consider to be material, which is defined as information a reasonable investor would consider when making investments decision. Courts typically determine who the reasonable investor is on a case-by-case basis. In the context of ESG, the question of materiality arises when one considers whether the effects of climate or specific company practices will affect the financial health of a company. This is the conception of materiality currently uses in the United States («U.S.»), sometimes referred to as «single materiality»». *Adopting Components of European Union ESG Securities Regulations into United States Securities, Regulation*, 11 penn St. J. L. & Int'l Aff. 326 (2023). <https://elibraru.law.pasu.edu/jlia/vol11/iss1/22>, p. 328. Cfr. Vizcarrá, H. V., *The Reasonable Investor and Climate-Related Information: Changing Expectations for Financial Disclosures. Harvard Law School's Environmental & Energy Law Program (EELP)*. 50 ELR 10106 Environmental Reporter 2-2020. Cfr. Rose, A. M., *The Reasonable Investor of Federal Securities Law*. 43 The Journal of Corporation Law 77(2017). Vanderbilt Law School.

⁷⁹ Vid. Mülberr, P. O. y Sajnovits, A., *The Inside Information Regime of the MAR*, op. cit. Cfr. Amon, J., Rammerstorper, M. y Weinmayer, K., *Passive ESG Portfolio Management - the Benchmark Strategy for Socially Responsible Investors*. 17 June 2019. <https://ssrn.com/abstract=3400628>

⁸⁰ *Ibidem*, pp. 466-468.

⁸¹ *Ibidem*, pp. 468-471.

⁸² Lin, T. C. W., *Reasonable Investor(s)*, op. cit., p. 472.

⁸³ *Ibidem*, pp. 473-474.

⁸⁴ *Ibidem*, pp. 474-475.

⁸⁵ Commodity Futures Trading Commission (CFTC): «4. The non-US CPO uses reasonable investor due diligence at the time of sale to preclude persons located in the United States from participating in the offshore pool». Exemption From Registration for Certain Intermediaries. Federal Register Volume 85, Number. Monday, 7, 2020. Rules and Regulations, p. 78726. www.gpo.gov

⁸⁶ Actualmente, la SEC se aparta de forma progresiva y reiterada del concepto común *financial materiality* en proyectos de ley relacionados sobre la ampliación por las empresas de los estándares de divulgación de información relacionada con el clima para los inversores. Vid. Securities and Exchange Commission. *The Enhancement and Standardization of Climate - Related Disclosures for Investors*. Proposed rule. Federal Register / Vol. 87, N.º 69 / Monday, April 11, 2022. Cfr. Peirce, H. M., *Tow Truck Taxonomies Remarks before Eurofi*, op. cit.

*El inversor irracional (homo sapiens)*⁸⁷. Se puede resumir, parafraseando a Lin, en un comentario que se atribuye a Isaac Newton sobre la burbuja especulativa de 1720 generada por inversiones fallidas en el mar del Sur, causando quiebras: «*I can calculate the motion of heavenly bodies but not the madness of people*»⁸⁸.

El inversor activo. Inversión a corto plazo y medio plazo. Persona física o jurídica, como por ejemplo las SPAC⁸⁹. Con la expansión de las nuevas tecnologías en el mercado bursátil han surgido colectivos de *traders* que emplean la técnica *high frequency trading-HFT* en los mercados financieros mediante operaciones realizadas en nanosegundos. Otro sector destacado es el denominado, en el argot bursátil, *corporate raiders*, que invierten en empresas participando activamente en consejos de administración y juntas de accionistas (*proxy*) con importante presencia mediática –sobre todo en los mercados de Estados Unidos (p. ej., Bill Ackman, David Einhorn, Carl Icahn⁹⁰ y Daniel Loeb)–. Estos, mediante una opinión o presentación especulativa pública en canales financieros o en un *tweet*, mueven millones de dólares en inversiones. A los que hay que sumar, los *finfluencers*⁹¹ y su configuración como «inversor minorista razonable» no exentos de polémica. Con los mercados ASG surgen los *green investors*⁹² y un «nuevo *inversor activo*», la Activist ESG Fund (AEF)⁹³.

*El inversor sofisticado*⁹⁴ se correspondería a inversiones a medio y largo plazo entre 200.000 y 1.000.000 de dólares, realizadas, en gran parte, por bancos de inversión e inversores profesionales.

⁸⁷ Vid. Paredes Castañón, J. M.: «Los mercados financieros [...] poseen importantes rasgos monopolísticos, de asimetrías informativas y de irracionalidad», *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios en los mercados de valores*, op. cit., p. 811.

⁸⁸ Lin, *Reasonable investor*, op. cit., p. 471.

⁸⁹ Vid. Preámbulo IV: «(sociedades cotizadas con propósito para la adquisición) podría así fomentar la bursatilización de nuestra economía y, en consecuencia, reducir la dependencia del crédito bancario permitiendo que las empresas tengan a su disposición fuentes de financiación alternativas». Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los mercados de valores y de los servicios de inversión.

⁹⁰ Vid. Foldy, B.: «Normally, the instigator, activist investor was slow to respond Hindenburg report that alleged inflated assets», *Icahn, under Federal Investigation, Blats Short Seller*. The Wall Street Journal. May 10, 2023. Cfr. Hindenburg Research. *Icahn's Latest Disclosures Raise Critical New Questions About Margin Loans, Continued Portfolio Losses*. May 11, 2023. <http://hindenburgresearch.com/icahn-response/>. Cfr. Saul, D., *Billionaire Carl Icahn's Empire Propped Up By 'Ponzi-Like' Scheme, Short Seller Hindenburg Claims*. May, 2023. <https://forbes.forbes.com/>

⁹¹ Guan, S. S., *Finfluencers and the Reasonable Retail Investor*. The CLS Blue Sky Blog, Columbia University. September 26, 2023. <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2023/09/26/influencers-and-the-reasonable%20-retail-investor/>

⁹² Cheng, G., Jondeau, C., Mojon, B. y Vayanos, D., *The impact of green investors on stock prices*, op. cit.

⁹³ Hannes, S., Libson, A. y Parchomovsky, G., *The ESG GAP*. 2022. The Activist ESG Fund (AEF), p. 6, <http://ssrn.com/abstract=4203914>

⁹⁴ Vid. Gambacorta, L., Gambacorta, R. y Mihet, R., *FinTech, investor sophistication*, op. cit. Cfr. Traders Magazine, *Sophisticated Retail Investors are the 'New Normal'*. Traders Magazine. Editorial Staff. May 9, 2023. <https://www.tradersmagazine.com/>

*El inversor entidad*⁹⁵. Se asocia a una empresa, fondo de inversión, institución pública o privada (p. ej., BlackRock⁹⁶, Pacific Investment Management Company [PIMCO]⁹⁷, Vanguard⁹⁸ y California Public Employees' Retirement System [CalPERS]).

La génesis del concepto inversor razonable se sitúa, en primer lugar, en el marco del *Concept of Materiality*⁹⁹ and the *Correction of Material Errors* establecido por el Tribunal Supremo de los Estados Unidos en la sentencia *TSC Industries, Inc. v. Northern, Inc.*, 426 US 438(1976)¹⁰⁰ con base en el *case-by-case*¹⁰¹, que se sitúa en el régimen de divulgación y derechos de los inversores sobre estados financieros según la norma GAAP, norma destinada a los auditores y comités de auditoría de entidades financieras. Identificado un error material se aplicará un enfoque razonable, holístico y objetivo desde la perspectiva de un inversor razonable basada en la «combinación total» de la información¹⁰². En segundo lugar, en la *materiality characteristics of the disclosures del consultative document pillar 3 (market discipline)* del Basel Committee on Banking Supervisión (BCBS)¹⁰³ de enero de 2001, que curiosamente coincide con el *Lamfalussy process*¹⁰⁴. Esto es, el concepto de materialidad fue asociado a la

⁹⁵ Cfr. Hannes. S., Libson, A. y Parchomovsky, G., *The ESG GAP*, op. cit., pp. 20 y ss.

⁹⁶ Vid. Coates, J.: «Largest asset manager in the world, the bulk of the assets of which are invested through index funds, one of the «Big Four» index fund providers. A mayor private equity fund sponsor, itself now a public company but sponsoring multiple private equity funds». *The problem of twelve*, op. cit. Cfr. Sanz, A., *El mayor accionista del Ibex reclama más rentabilidad y menos activismo climático*. https://www.vozpopuli.com/economia_y_finanzas

⁹⁷ Vid. SEC Charges PIMCO for Disclosure and Policies and Procedure Failures. The Securities and Exchange Commission today announced that registered investment adviser Pacific Investment Management Company LLC (PIMCO) will pay \$9 million to settle enforcement actions relating to disclosure and policies and procedures violations involving two funds PIMCO advises. Administrative Proceeding File N.º 3-21489-3-21490. June 16, 2023.

⁹⁸ Vid. ASIC commences greenwashing case against Vanguard Investments Australia, op. cit. Cfr. Temple-West, P., Darbyshire, M.: «The \$8 tn asset manager». SEC lawyers subpoena fund managers over disclosures. Statements on green and social investing seen as «fertile ground» for enforcement decision. Financial Times, August, 15, 2023. www.ft.com. Cfr. Coates, J.: «Pioneer of index funds and now one the largest asset managers in the world, one of the «Big Four» index fund providers», *The problem of twelve*, op. cit.

⁹⁹ Cfr. Esteban de la Rosa, G., *Operaciones con información privilegiada y mercado de valores. Régimen de Derecho Internacional Privado Europeo*. Tirant lo Blanch, 2020, p. 42. Cfr. Jeber, R., *The Convergence of Financial and ESG Materiality*, op. cit.

¹⁰⁰ Cfr. *Omnicare, Inc. et al. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund et al.*, 575 US, March 24, 2015. <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/575/175/> Cfr. *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 US 224(1998).

¹⁰¹ Vid. Wright, C., *Adopting Components of European Union ESG Securities Regulations into United States Securities Regulation*. Penn State Journal of Law&International Affairs, p. 328. January 2023. Volume 11, Issue 1. <https://elibrary.law.psu.edu/jlia>

¹⁰² Vid. Munter, P., *Assessing Materiality: Focusing on the Reasonable Investor*, op. cit., p. 2.

¹⁰³ BCBS, Supporting Document to the New Basel Capital Accord, January, p. 5. www.bis.org

¹⁰⁴ El Barón de Lamfalussy fue director general adjunto y director general en el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS) entre 1981-1993.

divulgación de la información y a su omisión, o declaración errónea, de tal manera que pudiese cambiar o influir en la evaluación o decisión de un usuario que confía en esa información y es útil en el contexto de la disciplina del mercado. Así, se transmitió claramente que el propósito de la divulgación era permitir a los participantes en el mercado alcanzar una nueva visión sobre el perfil de riesgo de la organización. Sin embargo, según el BCBS, no siempre es fácil determinar la «importancia» con respecto a un elemento particular. Existen limitaciones en el uso de umbrales de valor o porcentaje para determinar la materialidad y la necesidad de un juicio cualitativo. Y, ante estas limitaciones, el BCBS recurrió vía *soft law*, según las circunstancias, al término «inversor razonable» –sin definición– como guía de interpretación de la materialidad. No obstante, el BCBS advirtió que no tenía intención de establecer umbrales para la divulgación, al facilitar la posible manipulación de mercado, siendo de difícil determinación. Ni, asimismo, que los bancos utilizaran el concepto de materialidad para «gestionar» sus divulgaciones. Ante esta situación, el BCBS consideró la expresión «inversor razonable» como índice de referencia útil, prueba para garantizar que se transmita una divulgación suficiente. Posteriormente, se reflejó en la «MADI» mediante el concepto «persona normal y razonable»¹⁰⁵ y en la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, «a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado»¹⁰⁶. El legislador europeo, mediante la Directiva 2003/124 («inversor razonable o normal») procedió a adaptar o «transponer» el concepto de inversor ra-

¹⁰⁵ Vid. cdo. 18: «La utilización de la información privilegiada puede consistir en la adquisición de instrumentos financieros o en la realización de actos de disposición sobre los mismos cuando la parte de que se trate conozca, o hubiera debido conocer, que la información que está en su posesión es información privilegiada. A este respecto, las autoridades competentes deben considerar qué es lo que una persona normal y razonable conoce o hubiese debido conocer en esas circunstancias.» L 96/16. Cfr. Perlingieri, Aspectos aplicativos de la razonabilidad en el Derecho civil, *op. cit.*, 33.

¹⁰⁶ Vid. cdo. 1: «Los inversores razonables basan sus decisiones de inversión en la información de la que ya disponen, es decir, en la información previa disponible. Por ello, la cuestión de si sería probable que, al tomar una decisión de inversión, un inversor razonable pudiera tener en cuenta una información concreta debe plantearse sobre la base de la información previa disponible. Esta evaluación tiene que tomar en consideración el efecto anticipado de la información teniendo en cuenta la totalidad de la actividad relacionada con el emisor, la fiabilidad de la fuente de información y otras variables del mercado que pudieran afectar al instrumento financiero correspondiente o al instrumento financiero derivado relacionado en estas circunstancias determinadas». *Artículo 1. Información privilegiada*. 1. A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes. 2. A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE se entenderá por «información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes, la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión». L 339/70. DOUE 24.12.2003 L 339/70.

zonable establecido, en primer lugar, por el Tribunal Supremo y autoridades supervisoras de los Estados Unidos (*concept of materiality and the correction of material errors*) y, en segundo lugar, por el BCBS (*materiality characteristics of the disclosures*).

De conformidad con esta política legislativa continental europea, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) ha establecido jurisprudencia sobre la integridad de los mercados financieros unida al concepto de inversor razonable y del término razonablemente, no así sobre materialidad, con remisión expresa a la jurisprudencia del Tribunal Europeo de Derechos Humanos (TEDH). Así, por un lado, en la STJUE (Gran Sala), de 15 de marzo de 2022, C-302-20, ponente F. Biltgen, Sr. A. v. Autorité des Marchés Financiers (AMF), el demandante, periodista, fue sancionado vía derecho administrativo-sancionador por la autoridad supervisora francesa por la comunicación de información relativa a la publicación en artículos de prensa, reflejando rumores de mercado acerca del lanzamiento inminente de ofertas públicas de adquisición sobre sociedades cotizadas en bolsa. La resolución invoca tanto la «MAD I» como el «MAR», de forma indistinta, para resolver las cuestiones prejudiciales planteadas por la justicia francesa, con énfasis en la integridad de los mercados financieros (apdo. 43), sobre inversor razonable (apdo. 34) y el término razonablemente adaptado al «caso por caso» (apdo. 36) de la jurisprudencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos. Y, por otro, la STJUE, Sala Segunda, de 28 de junio de 2012, C-19/2011, ponente U. Löhmus, Markus Geltl v. Daimler AG, ya citada. El marco jurídico es la «MAD I» y la Directiva 2033/124. Se plantean cuestiones prejudiciales por el Tribunal Supremo alemán en un recurso de casación civil, asociado a un proceso de derecho administrativo-sancionador, respecto a la venta de acciones antes de la publicación del cese anticipado del presidente del consejo de administración. La resolución constata las diferentes versiones lingüísticas existentes de términos (marg. 41-43), tales como «puede razonablemente pensarse» (marg. 41), de tal manera que en el idioma alemán únicamente se puede asemejar, con reservas, «con suficiente probabilidad» (*mit hinreichender Wahrscheinlichkeit*) –marg. 43–. No obstante, en mi opinión, y de forma contradictoria y confusa, la sentencia constata que «tal grado de probabilidad» perjudicaría «garantizar la integridad de los mercados financieros de la Unión y aumentar la confianza de los inversores en esos mercados», sin concretar cuáles son esos mercados¹⁰⁷. Prueba de que la interpretación de la sentencia es contradictoria y confusa, causante de inseguridad jurídica en Alemania y, por consiguiente, en la Unión Europea, es la actuación posterior de la autoridad supervisora alemana (BaFin)¹⁰⁸ con su guía «particular» sobre el «MAR», que se evidencia en el concurso y proceso penal del caso Wirecard.

¹⁰⁷ Vid. Marg. 33: «En efecto, en tal supuesto las personas que dispusieran de información privilegiada estarían en condiciones de aprovechar indebidamente cierta información, que se considerase desprovista de carácter concreto conforme a esta interpretación en perjuicio de terceros que no hubieran tenido conocimiento de ello». Cfr. Esteban de la Rosa, G., *Operaciones con información privilegiada y mercados de valores*. Régimen en *Derecho Internacional Privado Europeo*. Tirant lo Blanch, 2020, p. 45.

¹⁰⁸ BaFin, Module C. Requirements base on the market Abuse Regulation (MAR). Issuer Guidelines, *op. cit.*, p. 11.

El TEDH, Sección Quinta, en la sentencia del caso Francia c/ Soros¹⁰⁹, de 8 de marzo de 2012 (con tres votos particulares), sobre información privilegiada en unos hechos sucedidos entre el 19 y el 27 de octubre de 1988 con la venta de Société Générale, refiere, por ejemplo, las expresiones «evaluar, en un grado razonable», «interpretación razonable de esta jurisprudencia», aplicando de forma retroactiva el artículo 1 de la «MAD I» para desestimar la demanda del financiero norteamericano George Soros, que invocó en su defensa el principio *nullum crimen nulla poena sine lege*. Soros fue condenado penalmente al pago de 2,2 de millones de euros por un tribunal de París, cantidad reducida a 940.507,22 euros en la apelación, después de ser exonerado de sanción administrativa por la *Commission des opérations de bourse* (COB). No obstante, los magistrados de los tres votos particulares también sustentan su discrepancia con la desestimación de la demanda con base en el «grado razonable» y la «interpretación razonable de la jurisprudencia» francesa existente sobre el ilícito civil y el ilícito penal, al ampliarse con la condena el círculo de infractores a los «*insiders* secundarios» como una «nueva categoría» (según los términos de la comisión de ética bursátil, párrafo 33) incompatible con la *ratio* del delito. Máxime, si Soros no tuvo ninguna vinculación profesional con Société Générale, que sí se requería para los profesionales en el ejercicio de sus funciones, al tener conocimiento de información privilegiada al intervenir en el mercado de valores. Para los tres magistrados discrepantes, el abuso de mercado de los «iniciados secundarios» no comportaba para la sociedad necesariamente los mismos riesgos que los «iniciados primarios». Y, habida cuenta de que las leyes francesas se centraban expresamente en determinadas categorías específicas (requisito de los elementos del delito), los tres magistrados discrepantes reprocharon al tribunal francés que condenó penalmente a Soros la arbitrariedad en la interpretación *in malam partem* de las leyes penales, soslayando el principio *in dubio pro reo*.

En la misma dinámica judicial del «caso por caso», la autoridad supervisora suiza (FINMA)¹¹⁰ adapta el procedimiento *case-by-case* de la jurisprudencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos respecto a la información privilegiada (art. 2.j FMSA). Esto es, sobre la cuestión de si la información es o no sensible al precio, susceptible de afectar sustancialmente en el precio de mercado de valores, debe decidirse caso por caso respecto a su idoneidad o inidoneidad en la influencia del comportamiento de la inversión o de un inversor razonable que esté familiarizado con el mercado en abstracto. La valoración se realizará *ab initio* en función de la situación del mercado anterior al conocimiento de la información.

El Tribunal Federal suizo¹¹¹ ha aplicado el concepto de inversor razonable como medio de prueba en la sentencia de 7 de agosto de 2019 sobre un delito de información privilegiada (art. 161 StGB relacionado con el art. 154 FinFraG). La resolución parte de la tesis de que la información es relevante para el precio si, desde una perspectiva *ex ante*, es factible influir significativamente en el precio de los instrumentos financieros. Evaluación de la rele-

¹⁰⁹ STEDH, asunto 50425/06.F.D.53, 57. www.echr.coe.int

¹¹⁰ Vid. Circular 2013/8, *Market conduct rules. Supervisory rules on market conduct in securities trading*, p. 4. www.finma.ch

¹¹¹ Bundesgericht Urteil vom 7. August 2019(BGE 6 B 90/2019). <https://www.bger.ch>

vancia del precio que se realiza según la «prueba del inversor razonable». Esto es, concurre cuando un «inversor razonable» usa la información con una probabilidad considerable desde su decisión de inversor. El Tribunal Federal rechaza la tesis del límite crítico de las acciones y su consiguiente fluctuación de precios del 20 % (o superior), habida cuenta que los porcentajes no facilitan resultados probatorios convincentes.

A mayor abundamiento, para centrar la exposición, se traen a colación tres sentencias del Tribunal Supremo español. En primer lugar, la sentencia ya mencionada, de la Sala de lo Penal de 22 de julio de 2019¹¹², que refiere: «[Permite entender cumplidas las exigencias de la legislación de la Unión Europea que impone la sanción penal de las conductas más graves de abuso de mercado] con la modificación del artículo 284 del CP por la LO 1/2019, de 20 de febrero. No se menciona expresamente al inversor razonable, pero hay remisión al Derecho europeo, esto es, al "MAR"».

En segundo lugar, dos resoluciones de la Sección 3.^a de la Sala de lo Contencioso-Administrativo, que mencionan la expresión «inversor razonable» en el ámbito bursátil. En concreto, la sentencia n.º 1395/2022, de 31 de octubre de 2022, CNMV-Telepizza Group, SA¹¹³, al delimitar «qué debe entenderse por información relevante o privilegiada», con remisión al cdo.(14 y al artículo 7 del «MAR», refiriendo el concepto normativo de inversor razonable. Y la sentencia n.º 459/2017, de 15 de marzo de 2017, CNMV-BBVA¹¹⁴: «Estos datos indudablemente serían valorados, tenidos en cuenta por un inversor razonable en el momento de adoptar una decisión de inversión, con las correspondientes consecuencias en la cotización de los valores de la entidad, y en los intereses de los inversores en general», sin referencia expresa a la información privilegiada. Ambas resoluciones no definen el concepto de inversor razonable, pero se utilizan como «parámetro o criterio de ponderación»¹¹⁵ por el Tribunal Supremo para desestimar los recursos y confirmar las condenas.

El Diccionario de la RAE¹¹⁶ tiene dos acepciones del adjetivo «razonable»: «1. Adecuada, conforme a razón. *Respuesta razonable*. 2. Proporcionado o no exagerado. *Distancia razonable*». Respecto al adverbio «razonablemente»: «De manera razonable. *Nadie habría pensado razonablemente algo así. La sala es razonablemente algo amplia*».

Pues bien, según mi opinión, esta interpretación del concepto normativo de «inversor razonable» como índice de referencia útil –prueba– establecida en la Europa continental por la OECD¹¹⁷,

¹¹² Vid. FD vigésimo primero. Cfr. Feijóo Sánchez, B., *El Tribunal Supremo Español ante el delito de manipulaciones informativas del precio de cotización de un instrumento financiero*, op. cit., p. 620.

¹¹³ FD tercero.

¹¹⁴ FD séptimo. Ponente Perelló Doménech.

¹¹⁵ Vid. Luna Serrano, A., *Prólogo y traducción* a Aspectos aplicativos de la razonabilidad en el Derecho Civil de Giovanni Perlingieri, op. cit., p. 10.

¹¹⁶ <https://dle.rae.es/>

¹¹⁷ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, op. cit., p. 45.

el BCBS, la «MAD I», la Directiva 2003/124, la justicia francesa, el Tribunal Federal suizo, el TEDH y el Tribunal Supremo español se ha trasladado así al «MAR», mediante el «método Lamfalussy». Se ha adaptado y aplicado el concepto clásico de «inversor razonable» de la jurisprudencia del Tribunal Supremo y de las autoridades supervisoras de los Estados Unidos en sentencias condenatorias, arbitrarias e injustas en procesos contencioso-administrativos y penales.

El «método Lamfalussy» ha sido cuestionado por la doctrina jurídico-penal española e italiana al emplear una técnica legislativa, carente de legitimidad, mediante el «singular método legislativo» (Nieto Martín y Foffani, 2018, p. 320). De tal manera que los delitos de información privilegiada y manipulación de mercado continúan adoleciendo de un importante grado de indeterminación¹¹⁸ que se incrementan en los mercados de criptoactivos con «MiCA»¹¹⁹, causando incertidumbre e inseguridad jurídica y necesitando una interpretación restrictiva, según el principio constitucional de determinación del juez penal o el órgano sancionador¹²⁰.

Se ha de constatar, de entrada, la ambigüedad de la definición de información no pública material susceptible de reproche de sanción administrativa o penal (art. 284.1.4. CP), asociada al grado de indeterminación sobre el concepto de normativo de inversor razonable¹²¹. Ambigüedad que aumenta al plantear la hipótesis en mercados ASG y del carbono. Esto es, las preferencias cambiantes de los inversores para la evaluación, el grado de precisión de la información en cuestión, la obligación de la divulgación y la probabilidad que tenga un efecto en los precios. Extremo este que será de particular importancia¹²².

Sobre la divulgación de la información en el mercado ASG, desde la norma primaria «MiFID II / MiFIR», relacionada con la «doble materialidad» del «CSRD»¹²³, la ESMA¹²⁴ y el

¹¹⁸ *Ibidem*, pp. 321-322.

¹¹⁹ *Vid.* cdo. 95. L 150/57; art. 86 L 150/140; art. 87 L 150/141; art. 88 L 150/142; art. 89 L 150/42; arts. 91 y 92 L 150/43.

¹²⁰ *Vid.* Nieto Martín y Foffani, *Abuso de Mercado y Derecho penal: España e Italia*, *op. cit.*, p. 322.

¹²¹ *Vid.* Schipani, C. A. y Seyhun, H. N., *Defining «material, non public»: What should constitute illegal insider information?* *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* (Vol XXI 2016), p. 341. *Cfr.* ISDA / LSTA / The Bond Market Association. Joint Market Practices forum. Statement of Principles and Recommendations Regarding the Handling of Material non Public Information by Credit Market Participants. October 2003.

¹²² *Vid.* Mülbert, Sajnovits, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, *op. cit.*, p. 20.

¹²³ *Vid.* European Commission, Annex 1 European Sustainability Reporting Standards (ESRS). Annex to the Commission Delegated Regulation (EU) .../... supplementing Directive 2013/34/EU, *op. cit.*, p. 7. *Cfr.* European Commission: «Double materiality». The CSRD 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 of materiality). Sustainable Finance. Political agreement on Corporate Sustainability Reporting Directive will improve the ways firms report sustainability information. 26/7/2022. <http://es.europa.eu/newsroom/fisma/items/754701/en>

¹²⁴ ESMA. Final Report. Guidelines on certain aspects of the MiFID II sustainability requirements. 23 September 2022. ESMA 35-43-3172.

SMSG¹²⁵ han advertido a la Comisión Europea sobre las dificultades que surgen ante definiciones de conceptos que pueden perjudicar a los inversores. En concreto, ESMA constata que la información divulgada sostenible es, parcialmente, oscura en relación con conceptos sobre materialidad (*materiality definition*), materialidad financiera (*financial materiality*) o impacto materia (*impact materiality*).

Para intentar resolver, en alguna medida, la indeterminación, los cdos. 14¹²⁶ y 15¹²⁷ y el artículo 7.2 y 4 del «MAR», relacionados con la «CSRD», pueden servir de guía. No obstante, aparece el obstáculo sobre la evaluación, que deberá realizarse desde la perspectiva de un inversor razonable¹²⁸. Mülbert y Sajnovits (2020) parten de la base de que la especificidad del precio no tiene relevancia de forma independiente, en abstracto, en el supuesto de que la información sea relevante para el precio. La siguiente fase consistirá en evaluar la probabilidad de si la información en el mercado ASG o del carbono afecta a los precios. Evaluación que deberá realizarse, nuevamente, desde la óptica de un inversor razonable¹²⁹ y de la («order-acceptance»)¹³⁰, teniendo en cuenta la posible desviación de la norma primaria «MiFID II / MiFIR». En consecuencia, según Mülbert y Sajnovits (2020, p. 24), el movimiento real *ex post* del precio de las acciones no tiene ninguna relevancia. El movimiento real del precio en un mercado eficiente (!) indica que la información *ex ante* era sensible al precio. Por tanto, la pregunta clave, desde la perspectiva de la norma primaria, sería si el mercado en cuestión era eficiente.

La doctrina mayoritaria administrativo-mercantil europea y norteamericana considera que el concepto inversor razonable es un concepto jurídico normativo¹³¹, una ficción convencional¹³², y se suele asociar al ECMH (*efficient capital market hypothesis*)¹³³. Las discrepancias aparecen en la posible inclusión en el concepto de inversor razonable del inversor

¹²⁵ SMSG: «In this evaluation it is important to place the "average" retail investor in the center. Evidence of behavioral finance is in this case useful. To allow an integrated approach between different sets of legislation, the timing of this call for evidence is to be aligned with the scheduled review of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)», advice to the ESMA Consultation paper on Guidelines on certain aspects of the suitability requirements. 3 May 2022, p. 1 y ss. ESMA 22-106-4032. www.esma.europa.eu

¹²⁶ L 173/3.

¹²⁷ L 173/25.

¹²⁸ Vid. Mülbert, P. O. y Sajnovits, A., *The Inside Information Regime of the MAR*, op. cit., p. 21.

¹²⁹ *Ibidem*.

¹³⁰ *Ibidem*.

¹³¹ Vid. Ventoruzzo, M. y Mock, S., *Market Abuse Regulation. EU Financial Regulation Series*. Oxford. Second Edition. 1 March 2022. Cfr. Vizcarra, H. V., *The Reasonable Investor and Climate - Related Information*, op. cit. Cfr. Mülbert y Sajnovits, *The Inside Information Regime of the MAR*, op. cit. Cfr. Rose, A. M., *The Reasonable Investor of Federal Securities Law*, op. cit. Cfr. Munter, P., *Assessing Materiality: Focusing on the Reasonable Investor*, op. cit., p. 2.

¹³² Vid. Lin, *Reasonable investor(s)*, op. cit., p. 461.

¹³³ Vid. Mülbert, P. O. y Sajnovits, A., *The Inside Information Regime of the MAR*, op. cit., p. 14.

irracional¹³⁴, del *moral hazard*, del «efecto rebaño» en mercados ASG¹³⁵ y del carbono ante una burbuja bursátil. BaFin plantea la extensión del concepto de inversor razonable a los inversores especulativos que participan en movimientos de precios a corto plazo¹³⁶.

Paredes Castañón (2014), disertando sobre la norma secundaria (antes del «MAR» y transposición en la reforma de 2019 del CP) sobre la manipulación de mercado, mencionó la «reacción racional(mente esperable) de los agentes económicos, actuales o potenciales» y la existencia de daño al bien jurídico-penal protegido «cuando la alteración de precios sea de tal índole» (pp. 813-814). Estos presupuestos podrían facilitar la interpretación, en mi opinión, de la expresión «utilizando la misma información» del vigente artículo 284.3.º del CP. Asimismo, la tesis de Paredes Castañón podría ser una guía para interpretar el concepto normativo de inversor razonable del «MAR». Pero para ello, y partiendo de esta tesis, se deberá tener en cuenta, por un lado, en qué ámbito de la empresa del autor se realiza la acción del injusto (*ceteris paribus*, relación directamente proporcional sobre el precio, mayor será el daño); y, por otro, los mercados ASG y del carbono pueden tener una vinculación directa o indirecta con otros mercados donde se negocien los valores (p. ej., al contado, de criptoactivos, de derivados¹³⁷, DeFi, de segmento OTC, de divisas, repo, etc.). No obstante, cierto es que, en los artículos 285, 285 bis, 285 ter y 285 quáter del Código Penal no se menciona el término de inversor razonable.

Por tanto, en mi opinión, desde una interpretación teleológica del concepto normativo de inversor razonable de los cdos. 14 y 15 y del artículo 7.2 y 4 del «MAR» y la subsunción, errónea, que realiza del mismo el Tribunal Supremo español, el Ministerio de Economía y la CNMV en el caso Telepizza y en el caso BBVA, se infiere que para desestimar los recursos de casación, los de apelación en la Audiencia Nacional y en la vía administrativa se ha soslayado el modelo ECMH, siendo vinculante¹³⁸. Por tanto, en los mercados del carbono y ASG las preferencias de los inversores no financieros carecerían, en caso de reclamación, de reproche penal o de derecho administrativo sancionador en operaciones con información privilegiada¹³⁹, sin perjuicio de la vía civil¹⁴⁰.

¹³⁴ Vid. Paredes Castañón, J. M.: «Los mercados financieros [...] poseen importantes rasgos monopolísticos, de asimetrías informativas y de irracionalidad». *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios en los mercados de valores*, op. cit., p. 811.

¹³⁵ Peirce, H. M., *Tow Truck Taxonomies Remarks before Eurofi*, op. cit.

¹³⁶ BaFin, art. 17 mar. Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs). Stand: 31.01.2019. www.bafin.de

¹³⁷ Vid. cdo. 20. Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión de 6 de abril de 2022 sobre información relativa a la promoción de características medioambientales o sociales y de objetivos de inversión sostenible en los documentos precontractuales, en los sitios web y en los informes periódicos. L 196/4. Se completa «SFDR». Cfr. ESMA, Final Report. Emission allowances and associated derivatives, op. cit., p. 7. Cfr. Scatigna, M. et al., *Achievements and challenges in ESG markets*, op. cit., pp. 87-94. Cfr. Gómez Yubero y Gullón Ojesto, Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su constitución al cumplimiento de Desarrollo Sostenible, op. cit., p. 134.

¹³⁸ Vid. Mülbert y Sajnovits, *The Inside Information Regime of the MAR*, op. cit., p. 25.

¹³⁹ *Ibidem*.

¹⁴⁰ Vid. Esteban de la Rosa, G., *Operaciones con información privilegiada y mercado de valores*, op. cit.

Ante esta situación, el concepto de inversor razonable asociado al concepto normativo de «doble materialidad»¹⁴¹ (así se infiere de los arts. 8 y 9 del «SFDR»¹⁴²) en el marco de la información privilegiada del «MAR» y del Código Penal plantea, en mi opinión, preguntas: ¿son cláusulas generales o criterios hermenéuticos? ¿Son idóneos¹⁴³ jurídico-penalmente, como una delegación en blanco, en mercados del carbono o ASG? ¿Es idónea jurídico-penalmente la *ratio legis* del concepto normativo de «doble materialidad» y el concepto normativo de inversor razonable en las operaciones con información privilegiada y la omisión de su divulgación en mercados del carbono o ASG, según el artículo 97 de la «CRDIV»¹⁴⁴ relacionado con el Pilar II?¹⁴⁵ ¿El cambio en las preferencias o la irracionalidad de los inversores con consideraciones no financieras pueden calificarse como «nuevos riesgos» en mercados del carbono o ASG, comportando la prohibición de operaciones con información privilegiada y la obligación de su divulgación pública? ¿La «doble materialidad» en la auditoría puede comportar responsabilidad penal o administrativo-sancionadora de sus administradores en negocios de riesgo y en resultados financieros?¹⁴⁶

¹⁴¹ Vid. European Commission. Annex I European Sustainability Reporting Standards (ESRS), *op. cit.*, p. 7. Cfr. European Commission, Sustainable finance. Political agreement on corporate Sustainability reporting Directive, *op. cit.* Cfr. Gourdel, R. *et al.*, *The double materiality of climate physical and transition risks in the euro area*. European Central bank. Working Paper Series N.º 2665 / May 2022. www.ecb.europa.eu. Cfr. Nieto, M.^a y Papathanassion, Ch., *Financing the Orderly Transition to a Low Carbon Economy in the EU: the Regulatory Framework for the Banking Channel*. April 29, 2023. Journal Banking Regulation. <https://ssrn.com/abstract=4429957>. Cfr. Goettsche, M., Habermann, F., Schiemann, T. y Spandel, Th., *Materiality Indications as Double-Edge Sword: Real Effects of Sustainability Disclosure Standards*. March 31, 2023. <https://ssrn.com/abstract=4324667>. Cfr. Chesney, M. y Lambillon, A. P., *How green is 'dark green'? An Analysis of SFDR Article 9 funds*. February 22, 2023., *op. cit.*, pp. 34-36. Cfr. Alexander, F., *One Small Step From Financial Materiality Sesquimateriality: A critical Conceptual leap for the ISSB*. March 13, 2022. <https://ssrn.com/abstract=1056602>. Cfr. Appelbaum, D., Duan, K. H., Hu, H. y Sun, T. S., *The Double Materiality Audit: Assurance of ESG Disclosure*. <https://ssrn.com/abstract=4367032>

¹⁴² Cfr. Cheney, M. y Lambillon, A. T., *How Green is 'dark green'?*, *op. cit.*

¹⁴³ La idoneidad se basa en la norma primaria, «MiFID II», que no necesariamente tiene que coincidir con la penal «MAR». Vid. ESMA. Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II. 03/04/2023. ESMA 35-43-3172. Cfr. arts. 54 y 55 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios y términos definidos a efectos de dicha directiva. DOUE 31.3.2017 L 87/1.

¹⁴⁴ Siglas en inglés de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE. DOUE 27.6.2013.

¹⁴⁵ Vid. The Dutch Authority for the Financial Markets (AFM), Public disclosures of inside information. July 2017, p. 15. www.afm.nl

¹⁴⁶ Vid. Appelbaum, D., Duan, H. K. y Ting Sun, *The Double Materiality Audit: Assurance of ESG Disclosure*. February 22, 2023. <https://ssrn.com/abstract=4367032>

Estos «nuevos riesgos» en mercados del carbono o ASG, parafraseando a Gómez Lanz, pueden colisionar frontalmente con los principios de una política criminal liberal¹⁴⁷. Prueba de ello es que la Comisión y el legislador europeo, mediante el «método Lamfalussy», utilizan el derecho penal simbólico en el abuso de mercado como medio de educación y sensibilización social¹⁴⁸. Desde una política criminal liberal, las meras referencias a la racionalidad del inversor razonable del «MAR» y la «doble materialidad» no pueden constituir una argumentación suficiente. El impacto de los factores ASG dependerá de una masa crítica de inversores en los mercados financieros y del carbono con preferencias ASG, a diferencia de los inversores denominados «modelo», alineado su comportamiento de oferta y demanda con criterios distintos de la maximización de los rendimientos financieros¹⁴⁹. La racionalidad de estos inversores no se discute por el hecho de que una decisión de inversión se considere racional. Dicha decisión debe basarse únicamente en factores coherentes, es decir, libres de contradicciones y orientados al futuro¹⁵⁰.

5. Delito de administración desleal, delito de estafa de inversión de capital y de crédito

El Reglamento delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión, de 16 de abril de 2022, que completa el «SFDR»¹⁵¹ –sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros–¹⁵² refiere el «blanqueo ecológico» en el cdo. 16:

Es necesario responder a las preocupaciones acerca del «blanqueo ecológico», es decir, concretamente la práctica tendente a obtener una ventaja competitiva desleal recomendando un producto financiero que se considera respetuoso con el medio ambiente sostenible, cuando, de hecho, no cumple las normas básicas en materia medioambiental o en relación con otros aspectos relacionados con la sostenibilidad. Para evitar las prácticas abusivas de venta y el blanqueo ecológico, así

¹⁴⁷ 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. 387.

¹⁴⁸ Vid. 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. 387.

¹⁴⁹ Vid. Mülberty y Sanovits, *The inside information Regime of the MAR*, op. cit., p. 25.

¹⁵⁰ *Ibidem*.

¹⁵¹ Normas técnicas de regulación que especifican los pormenores en materia de contenido y presentación que ha cumplir la información relativa al principio «no causar un perjuicio significativo», y especifican el contenido, los métodos y la presentación para la información relativa a los indicadores de sostenibilidad y las incidencias adversas en materia de sostenibilidad, así como el contenido y la presentación de características medioambientales o sociales y de objetivos de inversión sostenible en los documentos precontractuales, en los sitios web y en los informes periódicos. L 196/1. DOUE 25.7.2022 L 196/4.

¹⁵² DOUE 9.12.2019. L 317/1. L 196/14. Cfr. CNMV. Informe sobre los desgloses relativos a la Taxonomía Europea. Ejercicio 2022, op. cit.

como para proporcionar a los inversores finales una mejor comprensión de los efectos de las estrategias de exclusión aplicadas por ciertos productos financieros¹⁵³.

Asimismo, el 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 Unión Europea y de los índices de referencia de la Unión Europea armonizados con el Acuerdo de París, también menciona el «blanqueo ecológico» en el cdo. 10:

Los índices de referencia de transición climática de la UE y los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París deben demostrar su capacidad para descarbonizarse [...]. Además, a fin de evitar el blanqueo ecológico, deben especificarse las condiciones que deben darse para poder desviarse de la trayectoria de descarbonización y para tener derecho a seguir catalogando un índice de referencia como índice de referencia de transición climática de la UE o como índice de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París¹⁵⁴.

Desde esta normativa y legislación *ad hoc*, por un lado, las tres autoridades supervisoras Europeas de la Unión ESA (EBA, EIOPA, ESMA) han establecido un común criterio sobre *greenwashing*: «*Is a practice where sustainability-related statements, declaration, actions, or communications do not clearly and fairly reflect the underlying sustainability profile of an entity, a financial product or financial service*»¹⁵⁵. Y, por otro, el Tribunal de Cuentas Europeo, la definición de 'blanqueo ecológico': «Afirmación injustificada de que un producto favorece el cuidado del medio ambiente y cumple las normas medioambientales»¹⁵⁶.

No obstante, ESMA¹⁵⁷, la doctrina¹⁵⁸ y la industria financiera (p. ej., Deutsche Börse)¹⁵⁹ constatan que no hay consenso ante la ausencia de una definición legal del ecoblanqueo. Se advierte que el «criterio común sobre ecoblanqueo» no abarca todas sus formas poten-

¹⁵³ L 196/14.

¹⁵⁴ L 406/18.

¹⁵⁵ ESMA. Progress Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on «greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies». 31 May, 2023, p. 5. ESMA 30-1668416927-2498. www.esma.europa.eu

¹⁵⁶ Tribunal de Cuentas Europeo. Informe Especial. Finanzas sostenibles: La UE necesita una actuación más coherente. Glosario, *op. cit.*, 81.

¹⁵⁷ ESMA, Progress Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on «greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies». 31 May 2023, p. 10. ESMA 30-1668416927-2498. www.esma.europa.eu

¹⁵⁸ *Vid.* Gómez Yubero, M.^a J., Gullón Ojesto, B. y Palomero Aguilera, M., Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad, *op. cit.*, p. 123.

¹⁵⁹ Deutsche Börse, Deutsche Börse Group's response on the ESAs Call for Evidence on better understanding Greenwashing. Frankfurt am Main, 10 January 2023. EU Transparency Register N.º 2088 4001341-42. <https://deutsche-boerse.com/dbg-de/>

ciales en el marco de las competencias de las tres autoridades supervisoras europeas, ante la ausencia de «filtros» mediante un lenguaje de advertencia unido a la divulgación (p. ej., *forward-locking statements or products descriptions*)¹⁶⁰, considerándose insuficientes las definiciones que facilitan el Reglamento de taxonomía, el Reglamento delegado del «SFDR», «MiFIR» y el Reglamento delegado (UE) 2017/2359 de la Comisión, de 21 de septiembre de 2017 sobre normas de conducta aplicables a la distribución de productos de inversión basados en seguros¹⁶¹. Normativa que se centra en la divulgación y el asesoramiento de productos financieros con posibles afirmaciones engañosas sobre sostenibilidad¹⁶², mientras que el ecoblanqueo puede suceder en diferentes etapas del proceso del producto, pudiendo asociarse, asimismo, con reclamaciones a nivel de entidad, no requiriendo, necesariamente, que los inversores sean realmente perjudicados. Sin olvidar que el ecoblanqueo puede suceder en entidades y productos que estén dentro o fuera del alcance del mercado de la Unión Europea¹⁶³. Partiendo de esta base, se ha de concretar si conductas del «blanqueo ecológico» (p. ej., la selección selectiva (*cherry-picking*), la omisión, la ambigüedad; afirmaciones vacías –incluida la exageración–, el uso engañoso de la terminología ASG, como la denominación y la irrelevancia¹⁶⁴, ausencia de «filtros» y de división de inversión sostenible de los servicios institucionales del accionista¹⁶⁵) en todas las áreas de la cadena de valor de la inversión sostenible (*sivc*)¹⁶⁶ pueden ser subsumible en los tipos penales que aquí se proponen y que se hallan en el título XIII, «Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico». Estos es, en la administración desleal (art. 252 - Capítulo VI, «De las Defraudaciones», Sección 2.ª. del CP), en la estafa de inversión de capital y de crédito (art. 282 bis) o en la manipulación del mercado (art. 284.1.1.º y 2.º CP), ambos situados en el capítulo XI, «De los Delitos relativos al mercado y a los consumidores», (Sección 3.ª).

5.1. Relación entre la administración desleal, artículo 252 del CP, y el artículo 226 de la Ley de sociedades de capital (LSC)

¿El comportamiento de un administrador de activos de un emisor ASG o de un administrador de índices de referencia climáticos¹⁶⁷ (índices PAB –índices de referencia de la Unión

¹⁶⁰ *Ibidem*, p. 2.

¹⁶¹ DOUE 20.10.2017 L 341/8.

¹⁶² *Vid.* ESMA, Progress Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on «greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies». 31 May 2023, p. 5. ESMA 30-1668416927-2498. www.esma.europa.eu

¹⁶³ *Ibidem*.

¹⁶⁴ *Vid.* ESMA. Report on Greenwashing, *op. cit.*

¹⁶⁵ *Vid.* Deutsche Börse, Deutsche Börse Group's response on the ESAs, *op. cit.* No obstante, estas evaluaciones objetivas han sido cuestionadas con el caso del Grupo DWS, filial del Deutsche Bank.

¹⁶⁶ *Vid.* ESMA, Report on Greenwashing, *op. cit.*

¹⁶⁷ *Vid.* Gómez Yubero, M.ª J., Gullón Ojeto, 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, pp. 95-142. www.cnmv.es

Europea alineados con el Acuerdo de París–, índices CTB –índices de referencia de transición climática de la Unión Europea–) o de un administrador de una agencia de calificación ASG, al asumir riesgos en el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio en mercados del carbono o ASG, genera responsabilidad penal¹⁶⁸, de Derecho Administrativo sancionador o civil¹⁶⁹?

¿Si un administrador de activos de un emisor ASG o un administrador de índices de referencia climáticos de empresas que cotizan en el IBEX tienen tratos comerciales y de inversión con empresas chinas que pertenecen a un gobierno dictatorial¹⁷⁰ que no respeta los derechos humanos¹⁷¹ («campos de reeducación para las minorías étnicas», confinamiento arbitrario de ciudadanos por la covid-19, explotación de trabajadores [p. ej., *streamers*], pena de muerte, etc.), serán responsables del delito de administración desleal si «traiciona los fines que deberían haber inspirado su conducta» u omite el «deber de actuar según la actuación debida (de posición de garantía) sin menoscabo patrimonial»¹⁷²?

La responsabilidad de los administradores puede ser penal, siendo indiferente la administración del patrimonio de una sociedad o de un patrimonio individual (Bacigalupo, Bacigalupo, 7 de noviembre de 2019). Según el artículo 252.1 del Código Penal (CP), introducido

¹⁶⁸ Cfr. Bacigalupo, E., *Efectos de la discrecionalidad empresarial (art. 226 LSC) en el ámbito del derecho penal*, op. cit. Cfr. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I., *El delito de administración desleal. Claves para una interpretación del nuevo art. 252 del Código Penal*. Atelier. 2016. Cfr. Hübel, B., Scholz, H. y Webersinke, N., *Permutation Tools for Stock Index Performance Evidence from ESG Indices*. October 7, 2022. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3528309

¹⁶⁹ Cfr. Sánchez-Calero Guilarte, J. *La reforma de los deberes de los administradores y su responsabilidad*, op. cit. p. 898. El mismo, *La modificación del deber de diligencia*, op. cit., 231-278.

¹⁷⁰ Vid. Zumbasen, P. y Nasiny, J., *Sustainable Transformation of Business and Finance. A challenge for Collective Action and Democratic Governance in an Age of Climate Change and Artificial Intelligence*. McGill Faculty of Law. Montréal, 1 June 2023. <https://ssrn.com/abstract=4473822>

¹⁷¹ Vid. cdo. 60: «Los operadores que entren en el ámbito de aplicación de otros actos jurídicos de la Unión que establezcan requisitos de diligencia debida en la cadena de valor en relación con efectos adversos para los derechos humanos o el medio ambiente deben estar en condiciones de cumplir las obligaciones de presentación de informes en virtud del presente Reglamento, incluyendo la información exigida cuando presenten informes en virtud de otros actos jurídicos de la Unión». Reglamento (UE) 2023/1115 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a la comercialización en el mercado de la Unión y a la exportación desde la Unión de determinadas materias primas y productos asociados a la deforestación y a la degradación forestal, y por el que se deroga el Reglamento (UE) n.º 995/2010. DOUE 9.6.2023 L 150/215. Cfr. Huerta Viesca, M.^a I., Rodríguez Ruiz de Villa, D., *Nuevas obligaciones y responsabilidades de los administradores en materia de sostenibilidad y ambiente (Reglamento (UE) 2023/1115)*. La Ley, n.º 10352, Sección Tribuna, 20 de septiembre de 2023, La Ley.

¹⁷² Cfr. Levine, M., *Should Index funds be illegal?* Money Stuff. Bloomberg Opinion. August 1, 2023. Bloombergview.com. En supuestos de *kick-back* impropio, vid. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I., *El delito de administración desleal*, op. cit., pp. 120, 122, 123, 215-223. Cfr. García-Arenas, J., *European NGEU funds in 2022 (and beyond): a clear commitment to green sustainability*. Spanish Economy. Focus. CaixaBank Research. MR 07. July-August. 2022, pp. 22-23. www.caixabankresearch.com. Cfr. Fomo González, L., *Una taxonomía de actividades sostenibles para Europa*. Documentos ocasionales n.º 2101. Banco de España. Eurosistema. 2021. www.bde.es

con la reforma de la Ley Orgánica 1/2015, «serán punibles, con las penas del artículo 249 o, en su caso, con las del artículo 250, los que teniendo facultades para administrar un patrimonio ajeno, emanadas de la ley, encomendadas por la autoridad o asumidas mediante un negocio jurídico, las infrinjan excediéndose en el ejercicio de las mismas y, de esa manera, causen un perjuicio al patrimonio administrado»¹⁷³. El bien jurídico-penal protegido «reside exclusivamente en el patrimonio»¹⁷⁴ *privado*¹⁷⁵. Se trata de un delito especial propio, mixto, de infracción de deber¹⁷⁶ y dominio con consecuencias «que no coincide con los delitos especiales puros de dominio ni con las que rigen en los delitos puros de infracción de un deber»¹⁷⁷, que admite la omisión¹⁷⁸, con posibilidad de punición al *extraneus*, que asume fácticamente la posición del obligado siempre que se considere un administrador de hecho, aplicando el artículo 31.1 del CP. No admite la autoría mediata del *extraneus* sobre el *intra-neus*. En cambio, respecto a la participación, se admite la participación del *extraneus* considerada como «una intervención» conjunta, «dado que, al poseer el delito del artículo 252 un componente de dominio, el *extraneus* puede contribuir efectivamente al dominio del *intra-neus*, sin perjuicio de que se pueda aplicar la regla prevista en el artículo 65.3 del CP»¹⁷⁹. En supuestos derivados de una falsedad contable, con doble perjuicio, concurrirá un concurso real¹⁸⁰ entre los delitos de los artículos 290 del CP, párrafo 2.º y el artículo 252 del CP. Concurso ideal¹⁸¹, con el delito de corrupción entre particulares del artículo 286 bis del CP¹⁸². La persona jurídica no puede ser autora del delito de administración desleal¹⁸³ según el artículo 31 bis del CP, de conformidad con la nueva regulación de la Ley Orgánica 1/2015.

¹⁷³ Cfr. Martínez-Buján Pérez, C.: «El legislador español ha copiado literalmente la redacción existente en el parágr. 266 del StGB alemán, mencionando explícitamente unas fuentes concretas de facultades dispositivas del sujeto activo», *El delito de administración desleal de patrimonio ajeno*. Tirant lo Blanch, 2016, p. 87. Cfr. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I., *El delito de administración desleal*, op. cit., pp. 26-27.

¹⁷⁴ Vid. Martínez-Buján Pérez, *El delito de administración desleal*, op. cit., p. 75.

¹⁷⁵ *Ibidem*, p. 77.

¹⁷⁶ Vid. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I.: »Por qué el legislador no ha definido la conducta típica como «mera infracción del deber de velar», sino como «infracción de facultades mediante el exceso en su ejercicio», *El delito de administración desleal*, op. cit., p. 121.

¹⁷⁷ Vid. Martínez-Buján Pérez, C., *El delito de administración desleal de patrimonio ajeno*, op. cit., p. 103. Cfr. STS núm. 333/2022. 31/03/2022. Pte. Llarena Conde. *Caso Banco de Valencia*.

¹⁷⁸ Vid. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I., *El delito de administración desleal*, op. cit., pp. 122.

¹⁷⁹ Vid. Martínez-Buján Pérez, C., *El delito de administración desleal de patrimonio ajeno*, op. cit., p. 104. Cfr. STS núm. 333/2022.

¹⁸⁰ Vid. Martínez-Buján Pérez, C., *El delito de administración desleal de patrimonio ajeno*, op. cit., pp. 107-108.

¹⁸¹ *Ibidem*, p. 108.

¹⁸² Vid. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I.: «Desde la perspectiva del art. 252 CP, el carácter «no recuperable» del pago es evidente *ex ante*. Cualquier pretensión de reclamar la devolución ante los tribunales carece de fundamento jurídico. Por ello, la conducta consistente en realizar el pago de corrupción es constitutiva de administración desleal. *El delito de administración desleal*. op. cit., p. 127.

¹⁸³ *Ibidem*: «Esta decisión legislativa sorprende, pues en la praxis es muy frecuente que sean personas jurídicas las que administran sociedades u otros patrimonios ajenos. Piénsese, por ejemplo, en grandes grupos empresariales, en los que la sociedad matriz administra el patrimonio social de sus sociedades

Un administrador de activos de un emisor ASG, un administrador de índices de referencia climáticos o de una agencia de calificación ASG si excedieren¹⁸⁴ los límites de sus facultades de administración, causando un perjuicio para el patrimonio administrado, serán responsables del delito de administración desleal y punible, con las penas previstas en los artículos 249 o 250 del CP.

Partiendo de la base de la existencia en los mercados bursátiles de fondos de inversión indexados mediante estándares cuasi automatizados¹⁸⁵ (que se enmarcan en espacios de *riesgo permitido*)¹⁸⁶, en mi opinión, el artículo 252.1 del CP –norma secundaria– se ha de relacionar con el artículo 226 de la LSC –norma primaria– del Real Decreto-Ley 1/2010, de 2 de junio, artículo único, apartado 14 de la Ley 31/2014, con vigencia desde el 24 de diciembre de 2014. El artículo 226 de la LSC, sobre la protección de la discrecionalidad empresarial (*business judgment rule*)¹⁸⁷, está situado en el capítulo III, titulado «Los deberes de los administradores», y dice:

1. En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a las discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés

filiales. ¿Por qué entiende el legislador que una persona jurídica puede «cometer» –*sit venia verbo*– una estafa y no una administración desleal? *El delito de administración desleal, op. cit.* pp. 36-37.

¹⁸⁴ Vid. Martínez-Buján Pérez, C.: «Resulta curioso observar los términos de la discusión entablada en la doctrina española acerca de la conveniencia de optar por el término "abusar" o el término "excederse", una discusión estéril en la medida en que discurre a espaldas del Diccionario de la RAE. Así Nieto (2013, p.798) respalda la fórmula del Proyecto ("excederse en el ejercicio de las facultades") frente a la expresión del parágr. 266 StGB ("abusar de la facultad de disponer") con el argumento de que el tipo penal se construye sobre el "exceso intensivo": se trata de sobrepasar lo jurídicamente permitido (*dürfen*), en el marco de lo que jurídicamente puede realizar el administrador (*können*). Por el contrario, Castro y Gutiérrez (2013, p. 769) prefieren configurar la acción típica sobre la base del verbo abusar: "en tanto que el abuso se refiere al uso desviado, a la desviación de poder, evitando la discusión sobre si el mismo debe sobrepasar o no los límites del propio poder". Sin embargo, ante estas opiniones encontradas hay que aclarar que los términos en pugna son, en realidad, sinónimos: "abusar", en la acepción que aquí nos interesa, significa "usar mal, excesiva, injusta, impropia o indebidamente de algo o alguien", y "exceder" significa "proparsearse, ir más allá de lo lícito o razonable". *El delito de administración desleal, op. cit.*, pp. 79-80. Cfr. Pastor Muñoz y Coca Vila, I., *El delito de administración desleal, op. cit.*, p. 120.

¹⁸⁵ Vid. Levine, M., *Should Index funds be Illegal?*, *op. cit.* Cfr. Nieto Martín, A., *Protección penal de la competencia y del mercado de valores, op. cit.*, p. 403.

¹⁸⁶ Cfr. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I.: «Otra cuestión compleja si entre los factores relevantes para la determinación del perjuicio se cuentan las *consecuencias a largo plazo* o si, por el contrario, se debe atender únicamente las consecuencias inmediatas de la conducta del autor [...] las expectativas razonables a largo plazo son relevantes en la valoración del carácter permitido o prohibido de la conducta del autor: si el administrador decide realizar un gasto importante vinculado a (posibles) ganancias a diez años vistas y dichas expectativas son razonables, la conducta se debe considerar permitida». *El delito de administración desleal, op. cit.*, pp. 129-141 y 157.

¹⁸⁷ Vid. Huerta Viesca, M.^a I. y Rodríguez Ruiz de Villa, D., *Nuevas obligaciones y nuevas responsabilidades de los administradores en materia de sostenibilidad, op. cit.*

personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado.

Artículo 226 de la LSC que se deberá reinterpretar según el Reglamento¹⁸⁸ (UE) 2023/1115 del Parlamento y del Consejo, de 31 de mayo de 2023.

Por tanto, se constata que se protege la discrecionalidad empresarial mediante un estándar de diligencia de un ordenado empresario aplicable en el ámbito de las decisiones estratégicas¹⁸⁹ y de negocio¹⁹⁰. El deber de diligencia¹⁹¹ quedará verificado en caso de que el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado.

No obstante, el riesgo de *greenwashing*, *greenhushing*, *social washing* / *sustainability washing* puede proceder de la divulgación de información por parte de un administrador de índices de referencia con impacto en sus índices, cuando se basa «en políticas de exclusión que no dan lugar a la selección de un universo plenamente sostenible»¹⁹². Esto es, el referido administrador que «crea el peligro de que se produzca un perjuicio, puede ser formalmente subsumido bajo el tipo del artículo 252 del CP. La cuestión que todavía debe ser dilucidada es si la creación del peligro concretado en el perjuicio constituye un exceso de sus facultades con relevancia en el derecho penal»¹⁹³. *Ceteris paribus*, el riesgo también puede plantearse ante una estrategia «de integración ASG pero no asume el compromiso de utilizar consideraciones ASG en la toma de decisiones de inclusión de compañías en el índice»¹⁹⁴. Parafraseando a Bacigalupo (7 de noviembre de 2019),

¹⁸⁸ Vid. art. 12 (establecimiento y mantenimiento de sistemas de diligencia debida, presentación de informes y conservación de registros), L 150/227; art. 13 (procedimiento simplificado de diligencia debida), L 150/ 228, y el Anexo II (declaración de diligencia debida), L 150/247. Cfr. Huerta Viesca, M.ª I. y Rodríguez Ruiz de Villa, D., *Nuevas obligaciones y nuevas responsabilidades de los administradores en materia de sostenibilidad*, op. cit.

¹⁸⁹ Vid. Infante Infante, *Análisis de las principales diferencias en la implementación de estrategias alternativas entre Hedge Funds y UCITS*. Icade. Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, n.º 95, mayo-agosto 2015, pp.151-182.

¹⁹⁰ Vid. Bacigalupo, E., *Efectos de la discrecionalidad empresarial (art. 226 LSC) en el ámbito del derecho penal*, op. cit. (cursivas del autor).

¹⁹¹ Vid. Sánchez-Calero Guilarte, J., *La reforma de los deberes de los administradores y su responsabilidad*, op. cit., p. 898. El mismo. *La modificación del deber de diligencia*, op. cit., pp. 231-278. Cfr. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I.: «No todo deber jurídico-civil genera una posición de garantía: lo esencial es la asunción por parte del autor de la gestión de la esfera patrimonial ajena y la idoneidad de la infracción de dicho deber para generar un perjuicio patrimonial», *El delito de administración desleal*, op. cit., pp. 116-117.

¹⁹² Cfr. Gómez Yubero, M.ª J., Gullón Ojesto, B. y Palomero Aguilar, M., *Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad*, op. cit., p. 123.

¹⁹³ Vid. Bacigalupo, E., *Efectos de la discrecionalidad empresarial (art. 226 LSC) en el ámbito del derecho penal*, op. cit.

¹⁹⁴ Vid. Gómez Yubero, M.ª J., Gullón Ojesto, B. y Palomero Aguilar, M., *Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad*, op. cit., 126.

parece claro que la creación de riesgos para el patrimonio administrado es, en principio, un exceso de las facultades del administrador por haber obrado sin el cuidado debido y, por tanto, excediendo las facultades de administración. El artículo 226.1 LSC debe ser considerado, en consecuencia, una disposición de la L.S.C. que contiene una regla en la que establece bajo qué circunstancias se debe considerar cumplido el deber general de diligencia que impone el artículo 225 LSC, y, por tanto, excluida la responsabilidad por un perjuicio que pudiera ser imputado a una supuesta infracción de dicho deber. Evidentemente es una regla que previene contra interpretaciones disfuncionales por su amplitud y rigor.

En mi opinión, mediante las condiciones que impone el artículo 226.1 de la LSC en cuanto a los límites del concepto de diligencia exigida, la definición sobre qué debe ser entendido por *conducta diligente* en el marco de las decisiones estratégicas y de negocio tiene que realizarse desde el Reglamento (UE) 2023/1115 según una interpretación teleológica. Esto es, no «acentuar en forma desmedida la responsabilidad del administrador en este ámbito, basándose no solo en una «política de indulgencia». La razón de la norma es comprensible por la ausencia de límites precisos del concepto dogmático de diligencia debida y de la culpa, incluso en el derecho privado»¹⁹⁵.

La responsabilidad penal no impide la posible responsabilidad de derecho administrativo sancionador o civil (p. ej., art. 227.2.2. CCC, *trust*, *fiducia cum creditore*)¹⁹⁶. Máxime, primero, si el vigente artículo 3.3.1 del «BMR», sobre las definiciones¹⁹⁷, facilita la competencia desleal y el *greenwashing*, *greenhushing*, *socialwashing* al no incluir los índices de referencia ASG, permitiendo que «entidades que ofrecen tales índices se encontrasen en una situación competitiva más favorable que los administradores que ofrecen índices sujetos a BMR»¹⁹⁸. Segundo, que la información que suministran los emisores sobre sus emisiones de gases de efecto invernadero «no es fácil de validar por terceros; lo que podría, a su vez, incentivar a las empresas a proveer al mercado información que sesgara al alza sus esfuerzos contra el cambio climático»¹⁹⁹. Tercero, «la ausencia de reglas específicas sobre el uso en la denominación del índice, que dificulta la identificación de los índices y, por tanto, su uso y comparabilidad por parte de los posibles usuarios»²⁰⁰. Y, cuarto, se obstaculiza el uso eficaz de

¹⁹⁵ *Ibidem*, p. 2.

¹⁹⁶ *Vid.* Convenio de 1 julio de 1985 sobre la ley aplicable al *trust* y su reconocimiento. *Cfr.* pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I., *El delito de administración desleal*, *op. cit.*, p. 100.

¹⁹⁷ Art. 3.1. «A los efectos del presente Reglamento se entenderá por 1) «índice»: toda cifra». L 171/13-14-15-16-17.

¹⁹⁸ *Vid.* Gómez Yubero, M.^a L., Gullón Ojesto, B. y Palomero Aguilar, M., *Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad*, *op. cit.*, p. 126.

¹⁹⁹ *Ibidem*, p. 125.

²⁰⁰ *Ibidem*, pp. 127-128.

los índices de referencia en productos regulados «SFDR»²⁰¹ con normas que contemplan diferentes fuentes para desarrollar métricas ASG (datos de las compañías, información equivalente y estimaciones) dando lugar a problemas de comparabilidad de la información²⁰².

Para la interpretación del tipo penal de administración desleal son fundamentales dos conceptos desde un postulado jurídico-financiero vinculado al derecho civil y al mercantil. Por un lado, el concepto de perjuicio²⁰³ (reverso del concepto de patrimonio)²⁰⁴, y por otro, el concepto del cálculo del perjuicio, teniendo como escenario-base los mercados ASG y del carbono que, al margen de los bienes y derechos del titular, han de considerar las expectativas de ganancias inmediatas o futuras con derecho de exclusión (oferta²⁰⁵/demanda). ¿Si un administrador de activos de un emisor ASG/carbono, con su estrategia, destina la inversión de un inversor en una empresa tabaquera que es etiquetada como sostenible bajo los criterios del «SFDR»²⁰⁶ causa un perjuicio patrimonial al titular como autor del artículo 252 del CP o es objeto sanción administrativa, sin perjuicio de la responsabilidad civil? ¿Si un administrador de índices de referencia climáticos, mediante su estrategia, incluye en su composición empresas que no se califican como sostenibles bajo el «SFDR»²⁰⁷. Esto es, que un índice CTB tenga empresas de combustibles fósiles²⁰⁸ que dañan el PIA²⁰⁹ sobre «exposiciones a compañías activas en el sector de los combustibles fósiles», con criterio de exclusión no previsto en el «BMR» es autor del artículo 252 del CP, o incurre en sanción administrativa, sin perjuicio de la responsabilidad civil?

La doctrina sostiene que la «determinación del perjuicio se ha de llevar a cabo mediante la comparación del valor económico del patrimonio *antes* y *después* de la conducta del autor²¹⁰. No obstante, Kindhäuser acota esta comparación al sostener que «el perjuicio se

²⁰¹ *Ibidem*: «Estas inconsistencias suponen una importante limitación para el uso de índices climáticos en productos sujetos a SFDR; y son particularmente relevantes en el caso de los productos del Art. 9 SFDR que replican o utilizan con referencias índices climáticos», p. 129.

²⁰² *Ibidem*, p. 131.

²⁰³ Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I., *El delito de administración desleal*, op. cit., p. 153.

²⁰⁴ *Ibidem*, p. 154.

²⁰⁵ *Ibidem*.

²⁰⁶ Vid. Gómez Yubero, M.ª, Gullón Ojesto, B. y Palomero Aguilar, M., *Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad*, op. cit., p. 129. Cfr. Deutsche Börse Group, Qontigo's SFDR Article 2(17) Sustainable Investment Methodology. <https://qontigo.com/>

²⁰⁷ *Ibidem*.

²⁰⁸ *Ibidem*.

²⁰⁹ PIA. Principales incidencias adversas. Incidencias del asesoramiento y las decisiones de inversión que tienen efectos negativos sobre los factores de sostenibilidad. Vid. CNMV. Preguntas y respuestas sobre la normativa de sostenibilidad aplicable a los productos financieros, p. 5. www.cnmv.es

²¹⁰ Vid. Kindhäuser, U., parágr. 266, *NK-StGB*, Nm.106. 4.ª ed., Baden-Baden, 2013. Cfr. Schönemann, B., parágr. 266, *LK-StGB*, Nm. 168, y ss. Laufhütte et al. (eds.), 12.ª ed., Berlin 2011. Cfr. Fischer, Th.,

debe determinar comparando la situación real del patrimonio tras las acción (u omisión) del autor (p. ej., la adquisición de un derecho de crédito de valor ínfimo) con la situación en que tal patrimonio debería encontrarse en caso de que el autor hubiera actuado conforme a deber [...] la adquisición de un derecho de crédito de mayor valor que habría tenido lugar si el administrador hubiera celebrado el contrato con una empresa solvente»²¹¹. Esto es, Kindhäuser «propone una comparación entre *la situación real del patrimonio* tras la conducta del autor y *la situación hipotética* en que este se habría encontrado en caso de que el autor hubiera actuado conforme a deber». Introduce en la determinación del perjuicio los parámetros de valoración provenientes de la relación interna autor-víctima, pues, al considerar criterio de referencia «la situación en que debería encontrarse el patrimonio en caso de actuación *conforme a deber*» del autor, deja fuera del perjuicio disminuciones patrimoniales permitidas por la relación interna autor víctima»²¹². No obstante, surgen problemas importantes al delimitar la situación del patrimonio del titular-víctima *tras* la estrategia del administrador. Por un lado, según Pastor Muñoz y Coca Vila (2016) «la aplicación de la teoría de la imputación objetiva del resultado al delito de administración desleal exige que, una vez constatada la conducta típica del autor (su carácter jurídico-penalmente desaprobado), el resultado típico imputable a la conducta se limite a *la realización del riesgo creado por esta*, dejando fuera la realización de riesgos de perjuicio distintos» (p. 156). Y, por otro, el cálculo del perjuicio, desde las *expectativas de ganancia o pérdida*²¹³ (p. ej., *private equity funds*)²¹⁴. Para solventar este problema «parece razonable atender a la estrategia²¹⁵ del autor, siempre y cuando se pueda afirmar que esta constituye «un plan general económicamente racional» (p. 147)».

Si las cuestiones planteadas se subsumen en la doctrina descrita entre *la situación real del patrimonio* y *la situación hipotética* y el *riesgo permitido*, en mi opinión, en el ámbito de mercados volátiles y muy inestables de ASG y del carbono, los riesgos (ya sean en una operación «un poco más arriesgada de lo normal, aunque, incluso ocultando que se trata de una operación de riesgo extremadamente elevado»)²¹⁶, asumidos por un administrador de activos de un emisor ASG o de un administrador de índices de referencia climáticos,

parágr. 266, StGB, nm 164 y ss., 60.^a ed., München, 2013. Cfr. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I., *El delito de administración desleal*, p. 155.

²¹¹ Kindhäuser, U., parágr. 266, NK-StGB, Nm.100. Cfr. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I., *El delito de administración desleal*, p. 155.

²¹² *Ibidem*.

²¹³ *Ibidem*, p. 159.

²¹⁴ Vid. Coates, J., *The problem of twelve*, *op. cit.*, *passim*.

²¹⁵ Vid. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I.: «Ciertamente, este criterio de racionalidad económica del plan o estrategia del autor abre las puertas a valoraciones muy diversas; ello no es necesariamente negativo, pues en la medida en que existan razones defendibles en términos económicos que apoyen la valoración positiva de la estrategia del autor y sus pronósticos de ganancia, se les debe dar validez y excluir la relevancia penal de dicha conducta». *El delito de administración desleal*, *op. cit.*, pp. 159-160.

²¹⁶ Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I., *El delito de administración desleal*, *op. cit.*, p. 147.

sin informar al titular para el consentimiento prescindiendo este «de los factores sobre los que el administrador le debería haber informado»²¹⁷, las decisiones estratégicas calificadas como *greenwashing*²¹⁸, *greenhushing* (silencio verde)²¹⁹, *social washing / sustainability washing*²²⁰, no generan responsabilidad penal de administración desleal según el artículo 252 del CP, ni en grado de tentativa²²¹ ni en los actos preparatorios (conspiración, proposición y provocación)²²², aunque el administrador «haya infringido su deber de informar y

²¹⁷ *Ibidem*: «Por ejemplo: el administrador transmite al titular el deseo de realizar una operación de riesgo extremadamente elevado. El titular le responde que "haga lo que le dé la gana", que juegue libremente con ese dinero, ha optado por no tener en cuenta las informaciones relativas a los riesgos económicos y consecuencias jurídicas de la operación; por tanto, dicho titular ha consentido válidamente, pese a estar "desinformado"».

²¹⁸ *Vid.* ASIC commences greenwashing case against Vanguard Investments Australia, *op. cit.*

²¹⁹ *Greenhushing*. La doctrina describe el «silencio verde» como la ausencia de comunicación gerencial deliberada del cumplimiento de la responsabilidad social corporativa (RSC), por temor en la industria hotelera a las opiniones y respuestas negativas de los clientes e inversores que pueden afectar a su cotización en los mercados financieros. *Vid.* Posner, C., *How are companies reacting to anti-ESG efforts*. Cooley Pub-Co. May 3, 2023. <http://coeypub.com/2023/05/03/companies-reacting-anti-esg-efforts>. *Cfr.* Ettinger, A., Grabner-Kränter, S., Okazak, S., Terlutter, R., *The Desirability of CSR Communication versus Greenhushing in the Hospitality Industry: The Customers' Perspective*. Journal of Travel Research. Volume 60, Issue 3, March 2021, p. 618-638. <http://jounarls.safe.pub.com/doi/epub/10.117/004722875209300%2087>

²²⁰ *Vid.* Gómez Yubero, M.^a J., Gullón Ojesto, B. y Palomero Aguilar, M.: «El término *greenwashing* es el más comúnmente utilizado, y *a priori* hace referencia a aspectos medioambientales, esto es, a la letra "A" del acrónimo ASG. Sin embargo, es importante subrayar que los aspectos sociales y de gobernanza, es decir, las letras "S" y "G", también están involucradas. De hecho, ya se empiezan a oír términos como *social washing* o *sustainability washing*. Teniendo esto en cuenta, el trabajo de las autoridades europeas tratará de abordar el concepto de forma amplia, cubriendo los tres aspectos». Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad, *op. cit.*, p. 124. *Cfr.* Goldman, N. C. y Zhang, Y., *Social Washing or Credible Communication?*, *op. cit.* Investigación realizada tras la intervención de la SEC.

²²¹ *Vid.* Martínez-Buján Pérez, C.: «Una conducta consistente en una operación de riesgo será penalmente típica con arreglo al delito de administración desleal del art. 252 si se cumplen tres requisitos: 1) el sujeto infringe el deber de lealtad, excediéndose en el ejercicio de las facultades de disposición para las que estaba autorizado; 2) el sujeto obra con dolo eventual de que pueda producirse un perjuicio para el patrimonio administrado; 3) causación efectiva de dicho perjuicio patrimonial. Si el perjuicio patrimonial no llega a producirse, el hecho permanecerá impune, dado que solo se habrá realizado una tentativa del delito de administración desleal con dolo eventual, y esta no resulta punible», *El delito de administración desleal*, *op. cit.*, p. 97. *Cfr.* Bacigalupo, E., *Efectos de la discrecionalidad empresarial (art. 226 LSC) en el ámbito del derecho penal*, *op. cit.* *Cfr.* Informe del Consejo Fiscal sobre el Anteproyecto de 2012: «Eso no lo dice el texto del 252 tal y como está redactado en el Anteproyecto y es una interpretación surgida en los tribunales alemanes, muy criticada por sectores cualificados de la doctrina germana y que surge de una peculiaridad del Código penal alemán como es la necesidad, para el castigo de la tentativa, de una previsión expresa en el tipo, previsión que no existe en concreto en el párrafo 266 y que hace que la tentativa de administración desleal no sea punible en aquel país. Esta previsión de punición de la tentativa se trató de introducir en la sexta reforma de 1988 y no fue finalmente aprobada, y ha llevado a una interpretación extensiva del perjuicio económico que aproxima al párrafo 266 a un tipo de peligro concreto cuando fue configurado como un tipo de resultado», p. 231 y ss.

²²² *Vid.* Martínez-Buján Pérez, *El delito de administración desleal de patrimonio ajeno*, *op. cit.*, p. 103.

pretendido, con ello, manipular al titular, al concurrir un consentimiento válido, pues el titular ha decidido construir su decisión al margen de la información que el administrador debía comunicarle»²²³. Asimismo, no comporta responsabilidad penal del artículo 252 del CP el pago de bonos, pensiones y retribuciones a los administradores²²⁴. Cuestión distinta es el consentimiento en el caso de patrimonios sociales. Si «todos los socios aprueban por *unanimidad* el acto que, conforme a la relación interna inicial, superaba el umbral del riesgo permitido, concurre un consentimiento válido que excluye el tipo»²²⁵. Los problemas se plantean, en primer lugar, cuando los socios adoptan por *mayoría* «consentir el negocio lícito de riesgo, imponiendo el acuerdo a una minoría»²²⁶, y, en segundo lugar, si la inversión de riesgo en los mercados ASG y del carbono pone «en peligro la liquidez de la sociedad o incluso su misma subsistencia o cuando el objeto del consentimiento sea un negocio o acto ilícito»²²⁷. Según el artículo 5 de la LSC, y la doctrina, «la reducción del capital mínimo por debajo del mínimo legal constituye causa de disolución; existe pues, un deber mercantil de conservación del capital mínimo»²²⁸.

En definitiva, según Bacigalupo²²⁹, *de lege lata*, el artículo 226.1 de la LSC «pretende excluir la intervención judicial respecto de las decisiones estratégicas y de negocio». Pretensión que queda desdibujada con el Reglamento (UE) 2023/1115 con sanciones administrativas y concursales. No obstante, ni el artículo 226.1 de la LSC ni el mencionado reglamento nada dicen si también se quiere limitar la responsabilidad penal.

²²³ Vid. Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I.: «El consentimiento también elimina el injusto cuando abarca tan solo la concreta forma de comportamiento del administrador, sin que sea necesario, pues, que aquel se extienda al resultado típico. El administrador al que el titular del patrimonio gestionado le ha autorizado, con conocimiento de causa, de llevar a cabo una determinada operación de riesgo actúa de manera atípica, también cuando el titular no esté conforme con el menoscabo patrimonial finalmente acaecido». *El delito de administración desleal*, op. cit., p. 147.

²²⁴ *Ibidem*: «Los dos argumentos esenciales en que se basó el Tribunal Supremo para negar la concurrencia de un delito de administración desleal fueron: primero, que en el ámbito de la empresa privada, las retribuciones de los altos cargos no pueden juzgarse según parámetros convencionales y que su determinación se rige por la "absoluta libertad de mercado". Segundo, que los acuerdos que la sociedad acepta, no se pueden considerar perjudiciales para esta; en efecto, según el Tribunal Supremo, para afirmar la concurrencia del delito del antiguo art. 295 CP no basta constatar una disminución contable en el patrimonio de la sociedad, sino que hay que constatar que el origen de aquella es el "abuso de funciones en la administración social, que requiere también el carácter fraudulento de la operación". En la medida en que en el caso enjuiciado las pensiones y pagos de bonos pactados no contravenían ni la legislación vigente ni los estatutos de la sociedad y, además, contaban con la aprobación de la Junta, consideró que no concurría un delito de administración desleal del art. 295». *El delito de administración desleal*, op. cit., p. 138-139. Cfr. STS de 17 de julio de 2006, ponente Sánchez Melgar. Caso *Botín*.

²²⁵ *Ibidem*, p. 148.

²²⁶ *Ibidem*.

²²⁷ *Ibidem*.

²²⁸ *Ibidem*.

²²⁹ Bacigalupo, *Efectos de la discrecionalidad empresarial (art. 226 LSC) en el ámbito del derecho penal*, op. cit.

5.2. Delito de estafa de inversión de capital y de crédito

¿Las prácticas intencionadas o no de un administrador o gestor de activos de mercado ASG o del carbono, de un emisor o de un administrador de índices de referencia climático o de una agencia de calificación que comportan que la información divulgada sobre sostenibilidad «con respecto a una entidad o a un emisor, un producto o servicio»²³⁰ careciendo de los riesgos y características de sostenibilidad *ad hoc*, pueden causar «error a los consumidores, a los inversores o al público en general y ser constitutivas de un delito de estafa de inversores de capital y de crédito del artículo 282 bis del CP²³¹? Se formula la pregunta habida cuenta de que pueden concurrir «situaciones contradictorias»²³².

¿Si un administrador o gestor de activos de un emisor de mercado ASG o del carbono realiza una selección selectiva de la información (*cherry-picking*), omisión de información mediante ambigüedad, afirmaciones vacías exageradas con el uso engañoso de la terminología ASG, es un autor de un delito de estafa de inversores o de crédito del artículo 282 bis del CP?

La doctrina mercantil facilita supuestos polémicos. El primero, el citado sobre una empresa tabaquera que puede ser etiquetada como sostenible bajo los criterios del Reglamento «SFDR», ya que el tabaco no está incluido en ninguno de los PIA obligatorios; mientras que la misma compañía estaría excluida de los índices de referencia climáticos. El segundo ejemplo, igualmente citado, «también es posible que los índices climáticos incluyan en su incorporación empresas que no se califican como sostenibles bajo SFDR. Actualmente es posible que un índice CTB mantenga compañías de combustibles fósiles que dañarían el PIA sobre «exposiciones a compañías activas en el sector de los combustibles fósiles» o, de manera similar, que un índice PAB o CTB perjudique el PIA sobre diversidad de género, ya que este criterio de exclusión no está previsto en BMR»²³³.

¿Prácticas de «ecoblanqueo» (p. ej., *cherry-picking*)²³⁴, de «silencio verde» y de «blanqueo social» son constitutivas de un delito de estafa de inversores del artículo 282 bis del Código Penal español. O, más bien, de derecho administrativo-sancionador o civil-mercantil?

Para intentar dar respuestas a las cuestiones se tomará como base el caso mencionado Australian Securities&Investments Commission (ASIC) v. Vanguard Investments Australia (Vanguard) de 24 de julio de 2023. En síntesis, la denuncia de la ASIC sostiene que Vanguard promociona un producto de inversión (fondo de cobertura) denominado «índice de bono agregado

²³⁰ Cfr. Gómez Yubero, M.^a J., Gullón Ojesto, B. y Palomero Aguilar, M., *Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad*, *op. cit.*, p. 123.

²³¹ *Ibidem*.

²³² *Ibidem*, p. 129.

²³³ Véase nota anterior.

²³⁴ *Vid.* ESMA. Progress Report on Greenwashing, *op. cit.*, p. 6.

global éticamente consciente»,²³⁵, siendo calificado como posible ecoblanqueo (*greenwashing*). El fondo permite a los inversores invertir en los valores que componen el fondo. Este se basa en el índice Bloomberg Barclays MSCI Global Aggregate SRI Exclusions Float Adjusted Index (Index). Entre el 7 de agosto de 2018 y el 17 de febrero de 2021, Vanguard publicó 12 ofertas de divulgación de productos para el fondo (PSD). Los productos de inversión se pusieron a disposición de los inversores directamente en la web de Vanguard, con vínculos a terceros y en la web de ASIC. Vanguard omitió en el folleto que como sociedad tiene deudas con emisores de combustibles fósiles, en concreto, con la petrolera norteamericana Chevron y con el oleoducto propiedad de la Abu Dhabi National Oil Company, así como en otras empresas similares.

El delito de estafa de inversión de capital previsto en el artículo 282 bis del CP²³⁶, no residenciado entre los delitos societarios sino entre los relativos al mercado y a los consumidores, es un delito de peligro abstracto, de lesión, de resultado cortado, se orienta a la tutela de un bien jurídico supraindividual difuso colectivo institucionalizado individualizable²³⁷. Está directamente vinculado²³⁸ con el delito de manipulación de mercado, artículo 284, apartados 2.º y 3.º del CP, y el delito de información privilegiada del artículo 285 del CP.

El Tribunal Supremo²³⁹ considera que se

sanciona la conducta de los administradores de hecho o de derecho siempre que [...] se trate de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores, que falsearen la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones que la sociedad debe publicar o difundir conforme a la legislación del mercado de valo-

²³⁵ Traducción del inglés, nuestra.

²³⁶ Cfr. art. 34.2 y 35.1 y 2 de la «LMVSI». Cfr. art. 1, aps. 4 y 5 y art. 25 del Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión de cotización de valores en un mercado regulado. DOUE 30.6.2017 L 168/12. Cfr. Reglamento Delegado (UE) 2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019. DOUE 21.6.2019 L 166/26. Cfr. Reglamento Delegado (UE) 2019/979 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019. DOUE 21.6.2019 L 166/26. Cfr. 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. www.cnmv.es. Cfr. ESMA, Final Report. On the draft RTS amending Delegated Regulation (EU) 2019/979 containing regulatory technical standards under the Prospectus Regulation. ESMA 31-59-1417. 4 December 2019. www.esma.europa.eu. Cfr. Directrices sobre factores de riesgo en el marco del Reglamento de folletos. 01.10.2019. ESMA 31-62-1293.

²³⁷ Vid. Martínez-Buján Pérez, C., *Estafa de inversores y de crédito*, op. cit., pp. 68, 72 y 73. Cfr. Puente Aba, L. M.ª, *El artículo 282 bis del Código Penal y el caso Bankia: la falsedad del folleto informativo y el papel de los organismos supervisores*. La Ley Compliance penal n.º 4, 2021. <http://laley.net.es/>. Cfr. Álvarez González, P., *Tutela penal del mercado y los consumidores. Especial referencia al delito de estafa de inversores y al caso Bankia*. Comillas Universidad Pontificia - ICAI-ICAIDE-CIMS. 2021.

²³⁸ Martínez-Buján Pérez, C. *Estafa de inversores y de crédito*, op. cit., p. 82.

²³⁹ STS de 10 de febrero de 2023. N.º recurso 5765/2020. N.º resolución 89/2023. Ponente Puente Segura. FD quinto. *Caso Pescanova*.

res sobre sus recursos, actividades y negocios futuros, y fuera con el propósito de captar inversores o depositantes, ya con la intención de colocar cualquier tipo de activo financiero u obtener financiación por cualquier medio, agravándose también la sanción asociada a estas conductas cuando se llegara a obtener la inversión, el depósito, la colocación del activo o la financiación, con perjuicio para el inversor, depositante, adquirente de los activos financieros o acreedor, incrementándose aún más la pena prevista cuando el perjuicio causado resultase de notoria gravedad.

1. Artículo 282 bis del CP. Tipo básico²⁴⁰. Párrafo primero

El artículo 282 bis del CP sanciona la conducta de falsear «la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros, con el propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero, u obtener financiación por cualquier medio».

1.1. Objeto material. La información económico-financiera de la «sociedad emisora» es la así considerada por la «MiFID II» y la «LMVSI», por tanto hay remisión a estas normas primarias con las exenciones y los requisitos que contemplan. El artículo 282 bis del CP contiene los términos «valores negociados». Es necesario que el legislador los cambie por «valores negociables», según consta en el artículo 35 de la «LMVSI», más propio del lenguaje técnico económico-financiero que consta en la «MiFID II» y en la «MiFID» verde.

1.1.2. Información económico-financiera contenida en los folletos. El concepto básico de «folleto de emisión» es inherente al derecho bursátil²⁴¹. La regulación del folleto está establecida por las normas primarias mencionadas, por un lado, los artículos 1, apartados 4 y 5, 3.2 y 25 del Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, y los reglamentos delegados *ad hoc*; y, por otro, por los artículos 34.2, 35 de la «LMVSI» y la Circular 3/2022, de 21 de julio de la CNMV²⁴², no siendo objeto de definición. En el artículo 2 del Reglamento (UE) 2017/1129 no consta la definición del concepto «folleto» (únicamente el apartado-letra «s» refiere el «folleto de base» con remisión al art. 8); ni, asimismo, tampoco consta el concepto de «nota de síntesis»²⁴³.

²⁴⁰ En la descripción del tipo, se sigue el método del Prof. Dr. Carlos Martínez-Buján Pérez, C., *Estafa de inversiones y de crédito*, *op. cit.* p. 88 y ss.

²⁴¹ *Vid.* Fleckner y Hopt, Evolución del Derecho bursátil, en Hopt, *Estudio de Derecho de sociedades y del Mercado de Valores* (coord. de la ed. española S. Hierro Anibarro), 2010. *Cfr.* Martínez-Buján Pérez, C., *Estafa de inversiones y de crédito*, *op. cit.*, p. 98.

²⁴² Circular 3/2022, de 21 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el folleto de las instituciones colectivas y el registro del documento con los datos fundamentales para el inversor. BOE núm. 186. Jueves 4 de agosto de 2022. Entrada en vigor el 1 de enero de 2023.

²⁴³ Los cdos. 28 y 30 mencionan las características de la «nota de síntesis del folleto». L 168/16.

El folleto y la nota de síntesis son «documento típico, en el que la sociedad vierte la información relativa a los valores que quiere colocar entre el público, y viene a ser algo parecido a una «partida de nacimiento» del valor de que se trate»²⁴⁴. En el supuesto de que existan *omisiones*, por ejemplo, la nota de síntesis, la calificación jurídico-penal dependerá de la «circunstancia de que la omisión se considere relevante»²⁴⁵. Así las cosas, en el supuesto de hecho planteado ASIC v. Vanguard, ¿se podría calificar de estafa de inversores en España la conducta de Vanguard en el folleto del «índice de bono agregado global éticamente consciente», ASG, de omisión de la información a los inversores que tiene deudas con la petrolera Chevron y por los oleoductos de la Abu Dhabi National Oil Company y, en empresas similares, emisores de combustibles fósiles? Para dar una respuesta afirmativa habría que considerar la nota de síntesis, «las posibles omisiones del resumen con el resto del folleto, para averiguar si de una comprensión global de ambos documentos se deduce que se está ofreciendo una imagen falsa de la oferta de valores»²⁴⁶. Por ejemplo, se puede considerar la información de Vanguard engañosa e inexacta.

1.1.3. Las restantes informaciones. El artículo 282 bis del CP incluye otro objeto material unido al folleto y a la nota de síntesis²⁴⁷: «las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros».

Si se contrasta este objeto material adicional con la norma primaria la «LMVSI» y el Reglamento (UE) 2017/1129 y los reglamentos delegados *ad hoc* desde una interpretación teleológica, se infiere que el legislador incluye en la información trimestral, semestral o anual (p. ej., las cuentas anuales, informe de gestión), información al accionista y de los titulares de otros valores o instrumentos financieros que se facilita a la CNMV (las *continuing obligations*)²⁴⁸.

1.2. Acción. En la misma línea que el artículo 290 (delito societario) del CP, una de las modalidades consiste en la ocultación de datos relevantes que deberían figurar en la información. Se trata de un falseamiento por acción, dado que es un verdadero acto concluyente (positivo)²⁴⁹. No obstante, hay una cuestión importante que es la «idoneidad para causar un perjuicio económico a los sujetos pasivos»²⁵⁰, esto es, a los inversores, en este caso del mercado ASG. Esto es, si se realiza una subsunción de esta tesis en el caso ASIC v. Vanguard, surgen preguntas: ¿los inversores fueron perjudicados? ¿La acción de Vanguard de ocultar sus deudas con la petrolera Chevron y con los propietarios del oleoducto Abu Dhabi

²⁴⁴ Cfr. Martínez-Buján Pérez, Estafa de inversiones y de crédito, *op. cit.*, pp. 100-101.

²⁴⁵ *Ibidem*, p. 101.

²⁴⁶ *Ibidem*, p. 102.

²⁴⁷ Vid. art. 1 del Reglamento (UE) 2017/1129. Cfr. arts. 34.2, 35 «LMSVI».

²⁴⁸ *Ibidem*, p. 104.

²⁴⁹ *Ibidem*, pp. 110-111.

²⁵⁰ *Ibidem*, p. 114.

National Oil Company fue «idónea para lograr la finalidad perseguida»? Hay que tener en cuenta, como sostiene la doctrina, que el legislador ha optado por la técnica del resultado, cortado, basada en el elemento subjetivo del injusto (p. ej., estados y procesos mentales, «el propósito de captar inversores», etc.) en detrimento del elemento objetivo de idoneidad o de aptitud para la producción del resultado de la captación de inversores²⁵¹.

1.3. El elemento subjetivo de la acción. El tipo del párrafo primero del artículo 282 bis del CP «se construye como un delito de consumación anticipada (cuya finalidad es adelantar la línea de punibilidad y más concretamente como un delito de resultado cortado, puesto que, además de la acción requiere únicamente la presencia de un elemento subjetivo del injusto ("con el propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero, u obtener financiación por cualquier medio")»²⁵². La finalidad perseguida por el autor, al ejecutar la conducta, de conseguir unos resultados materiales no tiene por qué llegar a producirse realmente²⁵³. Es más, las finalidades descritas alternativamente integran el elemento subjetivo del injusto²⁵⁴.

Desde esta base, surge la cuestión con relación al caso que se estudia: ¿se puede calificar el rol asumido por Vanguard como constitutivo de *greenwashing* mediante la selección selectiva (*cherry-picking*)²⁵⁵ del «índice de bono global éticamente consciente» (ASG) ante los inversores, relacionado con sus deudas con emisores de combustibles fósiles, y, por tanto, su propósito como autor del delito sea doble: captar inversores (estafa de inversión) y conseguir financiación (estafa de crédito), mediante la acción de falseamiento de la información en el folleto-folleto-base-nota de síntesis²⁵⁶? No obstante, cierto es que «esta técnica de tipificación», que carece de un elemento objetivo de idoneidad, no tiene «parangón en los preceptos del derecho alemán, ni italiano ni en la propuesta de los eurodelitos», según Martínez-Buján Pérez (2012).

1.4. Sujeto activo

El delito del artículo 282 bis del CP es calificado por la doctrina como un delito especial propio²⁵⁷, siendo autores los «administradores de hecho o derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores». Sin embargo, plantea problemas la responsabilidad del representante desde la *estructura material* del delito. Esto es, «si se trata de un delito del dominio, de infracción de deber o de naturaleza mixta»²⁵⁸.

²⁵¹ *Ibidem*, p. 115.

²⁵² *Ibidem*, p. 120.

²⁵³ *Ibidem*.

²⁵⁴ *Ibidem*, p. 121.

²⁵⁵ *Vid.* ESMA. Progress Report on Greenwashing, *op. cit.*, p. 6 y ss.

²⁵⁶ *Cfr.* Martínez-Buján Pérez, C. *Estafa de inversores y de crédito*, *op. cit.*, p. 121.

²⁵⁷ *Ibidem*, p. 123.

²⁵⁸ *Ibidem*.

1.5. Iter criminis

En el caso que nos ocupa, la consumación se produciría cuando Vanguard falsea la información, no informa en el folleto - folleto base - nota de síntesis de sus deudas con Chevron y los propietarios del oleoducto Abu Dhabi National Oil Company y demás emisores de combustibles fósiles. Siempre que se pruebe «la presencia de algunas de las específicas intenciones descritas como elementos subjetivos del injusto»²⁵⁹.

1.6. Dolo

Dolo directo de consumación anticipada. No concurre la imprudencia. Términos típicos, acción de falsedad en el folleto - folleto base - nota de síntesis y el elemento subjetivo captar inversores (estafa de inversión) o conseguir financiación (estafa de crédito)²⁶⁰.

1.7. Autoría y participación

Al configurarse el delito del artículo 282 bis del CP como un delito especial propio, la limitación solo abarca a los «administradores de hecho o derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores». En cuanto al o los representantes de la sociedad quedan sujetos a la norma primaria «LMVSI»²⁶¹.

1.8. Concurso

En el artículo 282 bis del CP hay remisión al artículo 308, fraude de subvenciones. Por tanto, las conductas de fraude de subvenciones se castigarán según el artículo 308 del Código Penal. Existe la posibilidad de concurso de delitos con el delito de estafa (art. 248), el delito societario (art. 290) y el delito de alteración de precios²⁶² del artículo 284.2 y 3 del CP.

2. Artículo 282 bis del Código Penal. Tipo cualificado, párrafo segundo

«En el supuesto de que se llegue a obtener la inversión, el depósito, la colocación del activo o la financiación, con perjuicio para el inversor, depositante, adquirente de los activos financieros o acreedor, se impondrá la pena en la mitad superior. Si el perjuicio causado fuera de notoria gravedad, la pena a imponer será de uno a seis años de prisión y multa de seis a doce meses».

Doble resultado material. Se exigen dos resultados. El primero, la obtención de la inversión, el depósito, la colocación del activo o de la financiación. El segundo, el efectivo perjuicio para el inversor, depositante o adquirente²⁶³. En caso de que no haya perjuicio se aplica el tipo básico del párrafo primero.

²⁵⁹ *Ibidem*, p. 127.

²⁶⁰ *Ibidem*, p. 133.

²⁶¹ *Ibidem*, p. 137.

²⁶² *Ibidem*, pp. 145-151.

²⁶³ *Ibidem*, p. 154.

Para finalizar, se ha de constatar que las conductas relativas al ecoblanqueo descritas (p. ej., *cherry-picking*), aun calificándose prácticas fraudulentas, tanto en la acción de la ASIC contra Vanguard ante el Tribunal Federal de Melbourne como las de la SEC (exentas las conductas de riesgo permitido –p. ej., *safe harbor*²⁶⁴–), se sustancian y tramitan en el ámbito del derecho administrativo sancionador mediante la imposición de multas, al igual que sucede con los asesores financieros²⁶⁵.

6. Reflexiones críticas

Más allá de la casuística, aquí se plantean las siguientes críticas y propuestas *de lege ferenda* sobre la aplicación del derecho administrativo sancionador y del derecho penal económico y de la empresa en el abuso de mercado, en general²⁶⁶, y, en los mercados financieros ASG y del carbono sostenibles, en particular, ante el cambio de paradigma.

Primera. Reforma por el legislador español del artículo 285.1 del CP, que establece una pena de prisión con límite máximo de seis años para equipararla a la pena de cuatro años a que obliga la Directiva de abuso de mercado, a fin de respetar el principio de proporcionalidad.

Segunda. Reforma por la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y el Consejo de los conceptos jurídico-penales de integridad del mercado y de inversor razonable del Reglamento de abuso de mercado con una reinterpretación más ajustada al precio del mercado y a la realidad de los mercados ASG²⁶⁷ y del carbono.

Tercera. Reforma por la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y el Consejo del Reglamento de índices de referencia, vinculado al Reglamento de abuso de mercado, a fin de adecuar la definición general de los índices de referencia para evitar la creación de índices ASG al margen del reglamento.

Cuarta. Reforma por la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y el Consejo del Reglamento de índices de referencia y de índices de referencia climáticos mediante la creación de un registro centralizado de índices de referencia y de sostenibilidad.

²⁶⁴ Vid. SEC: «G. GHG Emissions Metrics Disclosure 3. The Scope 3 Emissions Disclosure Safe Harbor». The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors. Federal Register. Vol. 87. N.º 69. Monday, April 11, 2022. Proposed Rules. *Cfr.* Coffee, Jr., J. C., *Unpacking the SEC's Climate-Related Disclosures: A Quick Tour of the Issues*. The CLS Blue Sky Blog. Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets. March 29, 2022. https://clsblueskylaw.columbia.edu/2022/03/29/unpacking-the-secs-climate-related-disclosures-a-quick-tour-of-the-ussies/#_edn1

²⁶⁵ Vid. SEC-v-GlennCap LLC and Jonathan Vincent Glenn. Administrative Proceeding File N.º 3-21667. September 14, 2023. <https://www.sec.gov/>

²⁶⁶ *Cfr.* Feijóo Sánchez, B., *El Tribunal Supremo Español ante el delito de manipulaciones informativas del precio de cotización de un instrumento financiero (STS 369/2019, de 22 de julio)*, *op. cit.*

²⁶⁷ *Cfr.* Cheng, G., Jondeau, E., Mojon, B. y Vayanos, D., *The impact of green investors*, *op. cit.*

Quinta. Inclusión en la directiva y en el Reglamento de abuso de mercado de los derivados, las ventas en corto (*carbon emissions*) y el préstamo de valores, como establece la británica Financial Conduct Authority (FCA), a fin de evitar el *forum shopping* en la Unión Europea después del *Brexit*.

Sexta. Reinterpretación por la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y el Consejo del término *greenwashing* (blanqueo ecológico), que incluya el *greenhushing* (silencio verde) para proteger a los consumidores e inversores en los mercados financieros donde cotizan empresas de la industria hotelera.

Séptima. Reforma por la Comisión Europea del sistema de cuotas de emisiones CO₂ del mercado del carbono asignadas, gratuitamente, para evitar la opacidad y el derecho a contaminar.

Referencias bibliográficas

- Bacigalupo, E. (7 de noviembre de 2019). Efectos de la discrecionalidad empresarial (art. 226 LSC) en el ámbito del derecho penal. *Diario La Ley*, núm. 9513.
- Lin, T. C. W. (2015). Reasonable investors(s). *Boston University Law Review*.
- Martínez-Buján Pérez, C. (2012). *Estafa de inversores y de crédito. (El art. 282 bis del Código Penal)*. Tirant lo Blanch.
- Mülbert, P. O. y Sajnovits, A. (2020). The Inside Information Regime of the MAR and the Risk of the ESG Era. *European Company and Financial Law Review*. European corporate governance institute (EGG2). Working Paper n.º 548-2020. <https://ssrn.com/abstract=3719944>
- Nieto Martín, A. y Foffani, L. (2018). Abusos de mercado y Derecho penal: España e Italia frente al impulso europeo. Liber Amicorum. En VV. AA., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor doctor Juan M.ª Teradillos Basoco*. Tirant lo Blanch.
- 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*. Edisófer-Editorial B de F.
- Pastor Muñoz, N. y Coca Vila, I. (2016). *El delito de administración desleal. Claves para una interpretación del nuevo art. 252 del Código Penal*. Atelier.

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>