



# Criptoactivos y finanzas descentralizadas en la Unión Europea. ¿Cambio de paradigma en el delito de manipulación de mercado?

**Mariano Castillo García**

*Castillo&García. Abogados penalistas.*

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

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

## Extracto

Este artículo trata sobre el debate dogmático principal que presenta el delito de manipulación de mercado con la aplicación del Reglamento (UE) 2023/1114, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y su relevancia penal.

**Palabras clave:** abuso de mercado; accesividad asimétrica; criptoactivos; ley penal en blanco.

Recibido: 30-04-2023 / Aceptado: 04-06-2024 / Publicado (en avance *online*): 18-06-2024

**Cómo citar:** Castillo García, M. (2024). Criptoactivos y finanzas descentralizadas en la Unión Europea. ¿Cambio de paradigma en el delito de manipulación de mercado? *CEFLegal. Revista Práctica de Derecho*, 282, 61-92. <https://doi.org/10.51302/ceflegal.2024.22049>



# Cryptoassets and decentralized finance in the European Union. Paradigm shift in the crime of market manipulation?

Mariano Castillo García

## Abstract

This article discusses the literature debate that arises in the crime of market manipulation with the implementation of Regulation (EU) 2023/1114, of 31 May 2023, in crypto asset markets and their criminal relevance.

**Keywords:** market abuse; asymmetric accessory law; cryptoassets; blank penal law.

Received: 30-04-2023 / Accepted: 04-06-2024 / Published (online preview): 18-06-2024

**Citation:** Castillo García, M. (2024). Criptoactivos y finanzas descentralizadas en la Unión Europea. ¿Cambio de paradigma en el delito de manipulación de mercado? *CEFLegal. Revista Práctica de Derecho*, 282, 61-92. <https://doi.org/10.51302/ceflegal.2024.22049>



## Sumario

1. Introducción
2. La prohibición de manipulación de mercado (art. 91 MiCA), ¿ley penal en blanco o de accesoriedad asimétrica?
3. Criptoactivos, ¿instrumentos financieros?
4. El riesgo permitido
5. Manipulaciones informativas del precio de cotización de las acciones en redes sociales
6. Conclusión

Referencias bibliográficas

BlackRock's Larry Fink says bitcoin ETFs are just the first step in the technological revolution of finance<sup>1</sup>.

The first generation of the digital revolution brought us the internet of information. The second generation driven by Blockchain of value: new distributed platforms that can help us reshape the business world and transform the older of human affairs for the better<sup>2</sup>.

Los grandes descubrimientos del siglo XIX, principalmente la aplicación del vapor a los transportes, tanto terrestres como marítimos, y la telegrafía y telefonía por hilos y sin hilos, determinan una revolución mundial, porque, al desaparecer las distancias y al multiplicarse las relaciones entre los pueblos, se siente de un modo intenso el palpar de una vida internacional que dará al traste con las fronteras, como la intensificación de la vida nacional dio al traste con las murallas, consideradas hasta casi nuestros días como el único medio de poder garantizar la independencia de las ciudades<sup>3</sup>.

## 1. Introducción

Desde octubre de 2023 el Bank for International Settlements<sup>4</sup> de Basilea (Suiza) tiene constituido un equipo de investigación, Innovation Hub, dedicado a cartografiar el mundo de las finanzas descentralizadas mediante el Project Atlas<sup>5</sup>, en colaboración con el Deutsche Bundesbank y el Nederlandsche Bank, adscritos al Eurosystem<sup>6</sup>, proporcionando *know*

---

<sup>1</sup> Macheel, T., Cryptoworld. CNBC. Jan 12 2024. Cfr. ARK 21 Shares Bitcoin ETF. Prospectus. Registration No. 333-257474. Security and Exchange Commission (SEC). January 9 2024.

<sup>2</sup> Tapscott, D. y Tapscott, A. (2018). *Blockchain Revolution. How the technology behind bitcoin is changing money, business, and the world*. Penguin Random House.

<sup>3</sup> Benito y Endara, L. (1924). *La Conferencia Internacional de Derecho marítimo de Bruselas de 1922*. Conferencia sesión de 4 de abril de 1923. Publicaciones de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación. LVIII. Ed. Reus, p. 14.

<sup>4</sup> En adelante, BIS.

<sup>5</sup> Project Atlas. Mapping the world of decentralized finance. Bank for International Settlements (BIS). Cfr. BIS, The crypto ecosystem: Key elements and risks. Report submitted to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. July 2023. Cfr. Auer, R. *et al.*, The Technology of Centralized Finance (DeFi). BIS Working Papers No. 1066. January 2023. Cfr. Mignano, J. *et al.*, *Disruptive money. Exploring the Future of corporate Cryptocurrency*. Rand corporation. 2023.

<sup>6</sup> *Vid.* García Martínez, F. y Martínez Resano, J. R. (2023). Digital assets and reporting: is there anything new under the sun? *Revista de Estabilidad Financiera*, 44. Banco de España Eurosisistema, 71-93. <https://doi.org/10.1016/j.ref.2023.07.001>.

how a los bancos centrales y a los reguladores y supervisores financieros vía *soft law*<sup>7</sup>, al igual que organismos supranacionales similares, como el Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)<sup>8</sup>, el Financial Stability Board (FSB)<sup>9</sup>, la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)<sup>10</sup> y la Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)<sup>11</sup>. Recomendaciones<sup>12</sup> que mediante *soft law / hard law*<sup>13</sup> se reflejan en el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, sobre los mercados de criptoactivos<sup>14</sup>, promoviendo su convergencia<sup>15</sup>, con precedente en el Reglamento (UE) núm. 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014,

---

[org./10.53479/30052](https://doi.org/10.53479/30052). Cfr. Anguren, R., García Alcorta, J., García Calvo, L. y Hernández García, D. (2023). La regulación de los criptoactivos en el marco internacional en curso. *Revista de Estabilidad Financiera*, 44. Banco de España Eurosistema, 119-147. <https://doi.org/10.53479/30054>. Cfr. Born, A., Gschossmann, I., Hodbod, A. y Lambert, C., *Decentralised finance-a new unregulated non-bank system*. ECB. 11 July 2022. European Central Bank. Cfr. Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). Informe anual. 2022, p. 32.

<sup>7</sup> Vid. Tiedemann, K. (2010). *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Tirant lo Blanch (pp. 38-39). Cfr. Van Rijbergen, M. (2014). On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority. *Utrecht Law Review*, 10(5). Cfr. Möllers, T. M. J. (2010). Sources Law in European Securities Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to de Larosiere. *European Business Organization Law Review*, 11, 381-401. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1725778](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1725778). Cfr. Mörth, U., *Soft Law and New Models of EU Governance-A Democratic Problem?* Stockholm University. Department of Political Science. Paper presented in Darmstadt. 2005.

<sup>8</sup> Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), Prudential treatment of cryptoasset exposure. 2022.

<sup>9</sup> FSB, Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-Assets. 6 February 2022.

<sup>10</sup> IOSCO, Decentralised Finance Report. Public Report. OICV-IOSCO. The Board. OR01/2022. 2022.

<sup>11</sup> OECD, Why Decentralized Finance (DeFi). Matters and the Policy Implications. 2022.

<sup>12</sup> Vid. OICV-IOSCO, Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets. CR01/2023. 2023.

<sup>13</sup> Vid. Shaffer, G. C. y Pollack, M. A., *Hard vs. Soft Law Alternatives Complements and Antagonists in International Governance*. University of Minnesota Law School. Legal Studies Research Paper Series. Research paper No. 09-23. 2010. pp.707-798. <https://ssrn.com/abstract=1426123>. Cfr. Esteve Pardo J. (2008). Prólogo a *Soft Law administrativo. Un estudio de los efectos jurídicos de las normas no vinculantes*. Thomson Reuters (pp. 18-19).

<sup>14</sup> Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937 L 150/40. DOUE 9.6.2023, L 150/40. En adelante, MiCA, siglas en inglés. Entrada en vigor y aplicación del título III (fichas referenciadas a activos) y el título IV (fichas de dinero electrónico) a partir del 30 de junio de 2024 (art. 149.3. L 150/183) . El resto a partir del 30 de diciembre de 2024, art. 149.2. L 150/183. Vid. ESMA, Third consultation package under MiCA. Out now. Spotlight on Markets. February & March 2024. p. 8. Cfr. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV): «Las disposiciones relativas a fichas referenciadas a activos y fichas de dinero electrónico se aplicarán a partir del próximo mes de junio». p. 23. Plan de actividades 2024. Cfr. Chone, A., Benetti, Z. y Giuglini, F., *Decentralized Finance in the EU*.

<sup>15</sup> Vid. considerando 8 del MiCA: «Los mercados de criptoactivos son mundiales y, por tanto, intrínsecamente transfronterizos. Por consiguiente, la Unión debe seguir apoyando los esfuerzos internacionales para promover la convergencia en el tratamiento de los criptoactivos a través de organizaciones internacionales como el Consejo de Estabilidad Financiera, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y el Grupo de Acción Financiera Internacional». L 150/42.

sobre el abuso de mercado<sup>16</sup>, estando concatenadas a propuestas legislativas por las autoridades reguladoras y supervisoras de los Estados Unidos de América<sup>17</sup>.

El día 27 de septiembre de 2023, Gary Gensler<sup>18</sup>, presidente de la Comisión del Mercado de Valores (SEC) de Estados Unidos, en una comparecencia ante el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes que tramita el proyecto de ley sobre *stablecoins*<sup>19</sup>, informó sobre la vinculación existente entre dos áreas de la tecnología emergente (el análisis predictivo de datos<sup>20</sup> y las criptomonedas) y la integridad y divulgación del mercado<sup>21</sup>, que se enmarca en el debate sobre las finanzas descentralizadas<sup>22</sup> y digitales<sup>23</sup>, siendo la SEC objeto de polémica, por decisiones adoptadas, arbitrarias, no exentas de reproche judicial<sup>24</sup>, con discrepancias entre sus comisionados al supervisar el mercado secundario de

<sup>16</sup> Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión. DOUE 12.6.2014. 173/1. En adelante, MAR. Cfr. Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado). DOUE 17.6.2014. L 173/179. En adelante, MADII.

<sup>17</sup> Vid. House of Representatives. 118<sup>th</sup> Congress 1<sup>st</sup> Session H.R. 4766. A Bill to provide for the regulation of payment stablecoins, and for other purposes. July 20, 2023. Cfr. Gensler, G., Testimony Before the United States House of Representatives Committee on Financial Services. U.S. Securities and Exchange Commission. Washington D.C. Sept. 27, 2023. Cfr. Solowey, J. y Schulp, J., *Crypto Courts, and Congress*. Cato Institute. April 5, 2014.

<sup>18</sup> Gensler, G., Testimony Before the United States House of Representatives Committee on Financial Services, *op. cit.*

<sup>19</sup> House of Representatives, 118<sup>th</sup> Congress 1<sup>st</sup> Session H.R. 4766. A Bill to provide for the regulation of payment stablecoins, *op. cit.*

<sup>20</sup> Vid. Gensler, G., Testimony, *op. cit.* Cfr. Bagattini, G., Benetti, Z. y Guagliano, C., *Artificial intelligence in EU securities markets*. ESMA TRV Risk Analysis. 1 February 2023. Cfr. Martínez Parera, M. (Vicepresidenta de la CNMV), VI Edición del Foro Blockchain&activos digitales. CNMV. 7 de noviembre de 2023. Cfr. Lin, T. C. W., Artificial Intelligence, Finance and the Law. 88 *Fordham Law Review* 531 (2019). *Temple University Legal Studies Research Paper No. 2019 31*.

<sup>21</sup> Vid. Gensler, G., Testimony Before the United States House of Representatives, *op. cit.*

<sup>22</sup> Decentralized Finance. En adelante, DeFi. Siglas en inglés. Vid. Banco de España: «La expansión de los proveedores de servicios de criptoactivos ha sido compatible con el crecimiento de la operativa financiera descentralizada a estos instrumentos. De forma general, el marco DeFi (*Decentralized Finance*) constituye una infraestructura alternativa al sistema bancario, basada en la aplicación de contratos inteligentes en redes descentralizadas y, mayoritariamente, sobre el criptoactivo sin respaldo *etherum*, con el objeto de replicar el funcionamiento de productos financieros como contratos de deuda, derivados y gestión de activos sin el marco contractual formal de las finanzas tradicionales». Especial Criptoactivos. Informe de Estabilidad Financiera. 2022, pp. 155-156. Cfr. Martínez Parera, M., VI Edición del Foro Blockchain, *op. cit.*

<sup>23</sup> Vid. ESMA Report. Digital finance related issues-Survey to NCAs. 7 February 2022. ESMA50-164-5411. Cfr. Hernández de Cos, P., Digitalisation and investment in tangible capital: the Spanish case within the EU. Banco de España-European Investment Bank. Banco de España. Eurosistema. 4.11.2019.

<sup>24</sup> Vid. Memorandum Decision Order. District Court for the District of Utah. Case *SEC v. DEBT BOX*. No 2:23-cv-004282.03/12/24. La resolución del juez federal Shelby desestimó la medida cautelar de blo-

criptoactivos, sancionando vía administrativa a ShapeShift AG<sup>25</sup>. Integridad del mercado que en los mercados DeFi<sup>26</sup> y en los mercados criptoactivos carece actualmente de suficiente investigación, ante la ausencia de datos y tecnicismos, según la doctrina<sup>27</sup>.

El día 5 de junio de 2023 la Fiscalía de Nueva York informó de la condena a 75 meses de prisión de un copropietario de Minnesota Vikings por intercambio de criptomonedas mediante la práctica de *shadow banking*<sup>28</sup>.

El día 26 de octubre de 2022, Christy Goldsmith Romero<sup>29</sup>, comisionado de la Comisión de Comercio de Futuros de Productos Básicos de Estados Unidos (CFTC), en una ponencia realizada en la Asociación de Derivados y Permutas Internacional (ISDA), avisó de que los activos digitales han demostrado, recientemente, tras condenas criminales<sup>30</sup>, tener riesgos para la estabilidad financiera global similares a los de la crisis corporativa y financiera de Lehman Brothers Holdings, Inc.<sup>31</sup> de 2008.

---

queo de cuentas de criptoactivos de la plataforma criptográfica DEBT Box (por defraudar, supuestamente, a inversores 50 millones de dólares) solicitada por la SEC por fraude de ley. La decisión judicial, sin precedentes, condenó al pago de las costas por temeridad y mala fe procesal a la SEC. Cfr. Schartz, L. (2004). Judge slams SEC for 'gross abuse of power' in crypto case, imposes sanctions. *Fortune*, 18.

<sup>25</sup> Vid. Peirce, H. M. y Uyeda, M. T., On today's Episode as the Crypto World Turns: Statement in Shape Shift AG. March 5, 2024. Cfr. SEC v. Shapeshit AG, Administrative Proceeding File No. 3-21891. March 5, 2024. Cfr. Patel, M. S. (2014). Secondary Trading Crypto Fraud and the Propriety of Securities Class Action. *Southern California Law Review*, 96.

<sup>26</sup> Vid. U.S. Department of Justice: «DeFi platforms purport to run autonomously without the support of a central company, group, or person, relying instead on distributed governance to allow users to make decisions collectively-although some DeFi platforms are decentralized more in name than in fact». The Report of the Attorney General Pursuant to Section 5(b) of Executive Order 14067: The Role of Law Enforcement in Detecting, Investigating, and Prosecuting Criminal Activity Related to Digital Assets. September 6, 2022. Cfr. Capponi, A., Kaplan, A. y Sarkar, A., *Can Decentralized Finance Provide More Protection for Crypto Investors?* Federal Reserve Bank of New York. Liberty Street Economics. December 21, 2022. Cfr. Aramonte, S. et al. (2021). DeFi risks and the decentralisation illusion. *BIS Quarterly Review*.

<sup>27</sup> Vid. Chone, A., Benetti, Z. y Giuglini, F., *Decentralized Finance in the EU: Developments and risks*. ESMA TRV Risk Analysis. 11 October 2023. ESMA-2085271018-3349.

<sup>28</sup> Vid. United States Attorney's Office Southern District of New York. June 5, 2023. Cfr. Allen, H. J. (2023). DeFi: Shadow Banking 2.0? *William & Mary Law Review*, 64(4). *Cryptocurrency Symposium*. Cfr. Leising, M., Crypto Shadow Banking Explained and Why 12 % Yields Are Common. Mar 27, 2021. BNN Bloomberg.

<sup>29</sup> Goldsmith Romero, C., Remarks of CFTC Commissioner before the International Swaps and Derivatives Association's Crypto Forum 2022, New York. Financial Stability Risks of Crypto Assets. October 26, 2022. Commodity Futures Trading Commission. Cfr. Case CFTC v. Adam Todd, Digitec LLC et al., n.º 1:29-cv23174-XXXX. US District Court for Southern District of Florida. Jury Trial Demanded. 09/30/2022. Cfr. Brown, E., Defusing the Derivatives Time Bomb: Some Proposed Solutions. Scheerpost. February 14, 2024.

<sup>30</sup> Vid. U.S. Department of Justice. Case Bitmex, cryptocurrency derivatives exchanges. The Role of Law Enforcement in Detecting, Investigating and Prosecuting Criminal Activity, *op. cit.*, p. 30.

<sup>31</sup> Vid. Wayne, P. y Von Haften A. H., Are Basel's Capital Surcharges for Global Systemically Important Banks Too Small? *Finance and Economics Discussion Series* 2017-021. Washington: Board of Governors of the

El día 9 de marzo de 2022, la Administración Biden-Harris advirtió, a través de la Presidencia<sup>32</sup> y del Departamento del Tesoro<sup>33</sup>, que los criptoactivos y las DeFi representan una amenaza para la seguridad nacional de los Estados Unidos<sup>34</sup>.

La extrema volatilidad<sup>35</sup>, complejidad y falta de transparencia convierten los criptoactivos<sup>36</sup>, las criptomonedas<sup>37</sup>, en «productos extremadamente arriesgados poco recomienda

---

Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2017.021>. Cfr. Peirce, H. (2016). Derivatives Clearing houses: Clearing the Way to Failure. *Cleveland State Law Review. Law Journals*, 589. Cfr. Esteve Pardo, J. (2014). Los derivados extra-bursátiles. Retos y contradicciones de su regulación. En M. A. Salvador Armendáriz (Dir.), *Regulación bancaria: transformaciones y estado de derecho*. Thomson Reuters Aranzadi-ICS. Universidad de Navarra. Instituto de Cultura y Sociedad (pp. 321-343). Cfr. Rauterberg, G. V. y Verstein, A: «To be sure, private transnational regulation carries risks, that have sometimes materialized, such as the manipulation of LIBOR». (2013). Assessing Transnational Private Regulation of the OTC Derivatives Market: ISDA, the BBA, and the future of Financial Reform. *Virginia Journal of International Law*, 54(1). Cfr. Vitali, S., Glattfelder, J. B. y Battiston, S., *The network of global corporate control*. ETH Zurich. 19 Sep. 2011.

<sup>32</sup> Presidential Documents: «c) We must mitigate the illicit finance and national security risks posed by misuse of digital assets. Growth in decentralized financial ecosystem peer-to-peer payment activity, and obscured blockchain ledgers without controls to mitigate illicit finance could so present additional market, and national security risks in the future». Ensuring Responsible Development of Digital Assets. Title 3. The President. Executive Order 14607 of March 14, 2022. 1413. Federal Register. Vol. 87, No. 49. Monday, March. 1414. Presidential Documents.

<sup>33</sup> Department of the Treasury, Ensuring Responsible Development of Digital Assets. Request for Comment. Federal Register. Vol. 87, No. 181. Tuesday, September 20, 2022. Notices. Cfr. Bhasker, S., Comolli, A. D. y Zhu, O., *Carpe Crypto (2022). Prosecuting Cases Involving Digital Assets and Blockchain Technology. Journal of Federal Law and Practice*, US Department of Justice, pp. 105-116.

<sup>34</sup> Vid. Presidential Documents, *op. cit.* Cfr. Department of the Treasury, *op. cit.* Cfr. United States District Court Southern District of New York. *SEC v. Telegram Group Inc. et al.* Case n.º 1:19-cv-09439-PKC. Opinion order. 03/24/20. Cfr. Murphy, H., Telegram: social media giant or the new 'dark web'. As the messaging platform gears up for a potential stock market flotation, it is under pressure to curtail use by criminals. *Financial Times*. March 12 2024. Cfr. European Court of Human Rights, Third Section. *Case of Podchasov v. Rusia*. Application No. 33696/19. Strasbourg. 13 February 2024. Cfr. Lummis, C. (*Senator Banking Committee*), Hill, F. (*Chair Subcommittee on Digital Assets House Financial Services Committee. Illicit Finance Activities of Binance*). Letter Attorney General of the United States.

<sup>35</sup> Vid. Pardo Torregrosa, J. y Fontrodona, J. (2022). *Ética y criptomonedas*. Hacia un modelo ético y sostenible de monedas virtuales. *Cuadernos de la Cátedra CaixaBank de Sostenibilidad e Impacto Social*. IESE. n.º 54. Cfr. Ge Huang, V., Bitcoin ETFs Are Off to a Rearing Start. Are Other Crypto Funds Next? BlackRock, Fidelity and other Wall Street firms have applied to Launch ether ETFs. *The Wall Street Journal*. Feb. 27, 2014.

<sup>36</sup> Vid. Hacibedel, B. y Pérez-Saiz, H., *Assessing Macroeconomic Risks from Crypto Assets*. International Monetary Fund. WP/23/214.2023. Cfr. Financial Conduct Authority (FCA): «28. The valuation of cryptoassets [...]. Without a reliable model on which to base value, it is impossible for retail consumers reliably to value crypto-derivatives. This makes the risk of unexpected losses high». *Prohibiting the sale to retail clients of investment products that reference cryptoassets*. Policy Statement. PS20/10. October 2020, p. 9. <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps20-10.pdf>

<sup>37</sup> Vid. Pardo Torregrosa, J. y Fontrodona, J., *Ética y criptomonedas, op. cit.*, p. 16. Cfr. Banco de España. Eurosistem. CNMV. Comunicado conjunto sobre el riesgo de las criptomonedas como inversión. Madrid, 9 de febrero de 2021. Cfr. Fernández, E.: «L'alt preu del bitcoin podría ser raonable si aquesta moneda

bles para el inversor minorista»<sup>38</sup>, de riesgo ético y sostenible<sup>39</sup>, causantes de deflación<sup>40</sup>, con impacto medioambiental derivado de la tecnología *blockchain*<sup>41</sup>. La ausencia de marcos regulatorios claros a nivel mundial<sup>42</sup> abona un terreno para que la manipulación del mercado adopte conductas propias de burbuja económica<sup>43</sup> y crisis financiera (p. ej., USD Coin y el concurso del Silicon Valley Bank [SVB])<sup>44</sup>, algunas ya conocidas en los mercados tradicionales, y otras más novedosas. Estas asociadas a estrategias que menciona el Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015<sup>45</sup>, vinculadas al MAR y aplicables en los mercados de criptoactivos<sup>46</sup> a través de las redes sociales, fórums o plataformas digi-

---

s'arribés a convertir en un mitjà de pagament comunment acceptat i/o en un actiu utilitzat com a reserva valor». *La febre de les monedas virtuals*. Editorial. CaixaBankResearch. 31 de desembre de 2017. IM01. caixabank.research.com.

<sup>38</sup> Buenaventura, R., presidente de la CNMV, comparecencia en la Comisión de Economía y Transformación Digital del Congreso de los Diputados. Presentación del informe anual 2022. 10 de abril de 2024, pp. 6-7.

<sup>39</sup> Vid. Pardo Torregrosa, J. y Fontrodona, J., *Ética y criptomonedas*, op. cit.

<sup>40</sup> *Ibid.*

<sup>41</sup> *Ibid.*, Cfr. The White House. Climate and energy implications of Crypto-Assets in the United States. September 2022. Washington.

<sup>42</sup> Vid. Auer, R. et al.: «In May 2021, the Chinese government announced a crackdown on Bitcoin mining and trading in China». (2022). Crypto trading and bitcoin prices: evidence from a new database of retail adoption. *BIS Working papers*, 1049. [www.bis.org/publ/work1049.pdf](http://www.bis.org/publ/work1049.pdf). Cfr. CaixaBank: «Risks from China's Evergrande and the announcement that Chinese authorities will ban all transaction and mining related to cryptocurrencies». Financial Markets. Daily Report 27-Sep-2021. Cfr. Hernández, L. La SEC da luz verde a los primeros fondos cotizados de bitcóin: podrán comenzar a operar a partir del jueves. El rally cripto de los últimos tres meses se ha basado en la expectativa de esta autorización. El mercado estima que la decisión abre la puerta a la adopción masiva por parte de clientes minoristas e institucionales. *CincoDías*. Madrid, 10 de enero de 2024. Cfr. Chipolina, S. y Scmitt, W. Price war for spot bitcoin ETF heats up ahead of Key SEC ruling. BlackRock, Ark and Grayscale Slash Management fees as market anticipates regulatory approval. *Financial Times*. January 8, 2024. Cfr. Ferrer, R. y Carreras, O.: «El *bitcoin* i les altres criptomonedas que l'han seguit no han rebut el support de cap Govern, i, per tant, el seu valor com a mitjà de pagament rau en l'expectativa que altres persones l'acceptin com a tal», *Libra, la criptomoneda de Facebook*. Dossier. Diners i Criptomonedas en la nova economia digital. IM10. CaixaBank Research. Octubre 2019, pp. 31-32.

<sup>43</sup> Vid. Pardo Torregrosa, J. y Fontrodona, J., *Ética y criptomonedas*, op. cit., pp. 16 y ss.

<sup>44</sup> Vid. ARK 21 Shares Bitcoin ETF Prospectus, op. cit., p. 26. Cfr. Lara White, I.: «Pel que fa als altres sectors, el financer (sensible en positiu) es va ressentir de la crisi del Silicon Valley Bank al començament de l'any», *La política monetària i el funcionament borsari als EUA*. Mercats financers. Focus. IMO1. 8 de gener de 2024, CaixaBank Research. Cfr. Kosse, A. et al. (2023). Will the real stablecoin please stand up? *BIS Papers*, 141, 2-7. Cfr. Anadu, K. et al. (2023). Runs and Flights to Safety: Are Stablecoins the New Money Market Funds. *Staff Reports*. Federal Reserve Bank of New York, 1073, 13 y 20-25. <https://doi.org/10.59576/sr.1073>

<sup>45</sup> Anexo II. Indicadores de manipulación. Sección 1. Indicadores de manipulación relativas a señales falsas o engañosas de los precios. Anexo I. Sección A del Reglamento de abuso de mercado n.º 596/2014. DOUE 5.4.2016. L 88/13 - L 88/18. Cfr. ESMA. Report. Digital finance related issues, op. cit., 9.

<sup>46</sup> Vid. Chone, A., Benetti, Z. y Giuglini, F., *Decentralized Finance in the EU*, op. cit., pp. 14 y ss. Cfr. Coffee, Jr. J., *Cheating the Algorithm. The New «Pump and Dump» Fraud*. The CLS Blue Sky Blog. Columbia

tales<sup>47</sup>. Aumentando, asimismo, con el MiCA (en el ámbito del mercado financiero tecnológico) la tendencia a la concentración<sup>48</sup>, monopolio u oligopolio<sup>49</sup>, según prognosis de la doctrina macroeconómica<sup>50</sup> y de la doctrina penal (Paredes Castañón, 2014) con las crisis financieras de 2008 y 2012. Tendencias *antitrust* que con el caso *Intel*, el Tribunal General de la Unión Europea, en la sentencia de 26 de enero de 2022<sup>51</sup>, parece que inaugura una nueva era<sup>52</sup> en la interpretación del artículo 102 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE).

Esta investigación aporta una reflexión crítica, descriptiva, con propuestas *de lege ferenda*, que desde el derecho penal bursátil y la ciencia económico-financiera (la teoría macroeconómica)<sup>53</sup> pretende repensar la criminalización de conductas<sup>54</sup> a la que recurre la

---

Law. School's Blog on Corporations and the Capital Markets. July 24, 2017. Cfr. Feijóo Sánchez, B. (2013). Imputación objetiva en el Derecho penal económico: el alcance del riesgo permitido. Reflexiones sobre la conducta típica en el Derecho penal del mercado de valores e instrumentos financieros y de la corrupción entre particulares. En J. M.<sup>a</sup> Silva Sánchez y F. Miró Llinares (Dirs.), *La Teoría del Delito en la Práctica Penal Económica*. La Ley.

<sup>47</sup> Vid. ESMA. Report. Digital finance related issues, *op. cit.*, p. 17.

<sup>48</sup> Vid. ESMA: «concentration risk on platforms trading-assets», Report on the DLT Pilot Regime. Study on how financial instrument transactions are registered in various Distributed Ledger Technologies. October 2023. ESMA 12-2121844265-3183. Cfr. ESMA/EBA/EIOPA: «Market manipulation [...]. The holding of certain crypto-assets is also concentrated, which may impact prices or liquidity», EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets». ESA 2022 15. p. 2. Cfr. BBVA. Creando oportunidades. Position Note on the proposal Regulation on Markets in Crypto-assets (MiCA). January 2021.

<sup>49</sup> Vid. ESMA. Report. Digital finance related issues, *op. cit.*, p. 16. Cfr. Egilsson, J. H. (2023). *MICA's Anti-trust Concerns: The Potential Impact of Protecting Banks' Interests on Innovation and Growth in Europe*. University of Iceland. <https://ssrn.com/abstract=4410008>

<sup>50</sup> Vid. Dell'erba, M. (2024), *Technology in Financial Markets. Complex Change and Disruptive*. Oxford University Press. Cfr. Kurz (2023), *The market power of Technology. Understanding the Second Gilded Age*. Columbia University Press. Cfr. Kregel, J. y Savona, P. (2020), The impact of technological innovation on money and financial markets. *Public Policy Brief*. Levy Economics Institute of Bard College, 150.

<sup>51</sup> Sentencia del Tribunal General (Sala Cuarta ampliada). Ponente J. Scharcz. Cfr. European Commission, Communication from the Commission. Amendments to the Communication from the Commission Guidance on the Commission's enforcement priorities in application Article 82 of the EC Treaty to abusive exclusionary conduct by dominant undertakings. Brussels, 27.3.2023. C (2023) 1923 final.

<sup>52</sup> Vid. Díez Estella, F. (2022). ¿Una nueva era en la aplicación del artículo 102 TFUE? *Revista de Derecho de la Competencia y la Distribución*, 30.

<sup>53</sup> Vid. Dell'erba, M., *Technology in Financial Markets*, *op. cit.* Cfr. Kurz, *The Market Power of Technology*, *op. cit.* Cfr. Kregel, J. y Savona, P., *The impact of technological Innovation on Money and Financial Markets*, *op. cit.* Cfr. Paredes Castañón, J. M.: «Resulta imprescindible un análisis más realista, más «a ras de suelo». Es decir, más atento a lo que la ciencia económica tiene que decirnos acerca de la realidad (económica) en que la acción delictiva ha de incidir. Una realidad que –conviene resaltarlo– no es uniforme sino más bien variopinta». *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios*, *op. cit.*, p. 796.

<sup>54</sup> Vid. Mandöser, M., *Zur theorie des Wirtschaftsstrafrechts: Zugleich eine Untersuchung zu Funktionalen Steuerungs- und Verantwortlichkeitsstrukturen bei ökonomischen Handeln (Schriften zum Wirtschafts*

Comisión Europea en los mercados de criptoactivos mediante sanciones administrativas y penales aplicables al abuso de mercado (según el *proceso Lamfalussy*)<sup>55</sup>. Esto es, en el marco de un derecho penal simbólico, después del cambio de paradigma sobre la protección de los usuarios de servicios de inversión y la asignación de riesgos en la contratación minorista, según la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros<sup>56</sup>. Los desafíos, sesgos<sup>57</sup>, que comportan el mercado de criptoactivos, el MiCA, las DeFi<sup>58</sup> y las finanzas digitales plantean un cambio de paradigma en el concepto de integridad de mercado<sup>59</sup> y de instrumento financiero. Por ejemplo, el artículo 2, ámbito de aplicación (5) del MiCA, relacionado con el artículo 284.1.1.º del Código Penal (CP), la posición dominante en el mercado del artículo 284.1.3.º del CP, la integridad en el mercado del artículo 284.1.2.º c), 3.º c) del CP<sup>60</sup>.

---

*strafrecht*). Gebundene Ausgabe-22. Juni 2011. CF Müller. Cfr. Schlüter, U., *Börsen- und Marktpreis manipulation*. 2002.

- <sup>55</sup> Vid. CNMV, Proceso de Lamfalussy. Cfr. Nieto Martín, A. (2018). Protección penal de la competencia y del mercado de valores. *Derecho penal económico y de la empresa*. Dykinson. Cfr. Castillo García, M. (2024). Mercados financieros sostenibles (I) y (II). Aproximación desde el abuso de mercado, la administración desleal y las estafa de inversión de capital y de crédito. *CEFLegal. Revista Práctica de Derecho*, 277, 73-114 y 278, 67-114.
- <sup>56</sup> Modifica la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. DOUE 12.6.2014, L173/349. En adelante, MiFIDII. Cfr. Ruiz Ojeda, A. (2017). *Caveat vendor*, o el volteo regulatorio de la asignación de riesgos en las transacciones financieras por la normativa MiFID. *Revista para el Análisis del Derecho*. Universidad de Málaga. IndRET 2/2017.
- <sup>57</sup> Vid. Martínez Parera, M., VI Edición del Foro Blockchain, *op. cit.*, p. 1.
- <sup>58</sup> Vid. Heimbach, L. y Huang, W. (2024). DeFi Leverage. *BIS Working Papers*, 1171. March. [www.bis.org/publ/work1171.pdf](http://www.bis.org/publ/work1171.pdf). Cfr. Case Terraform LABS PTE LTD/Do Hyeong Kwon. United States District Court Southern District of New York. N° 1:23-cv-1346. Jury Trial Demanded. February 16, 2023. 120. p. 35. Cfr. Santiago Moreno, I. (2021). Los nuevos métodos de valoración de criptoactivos (*The new methods of valuation of cryptoassets*). Universidad de Sevilla.
- <sup>59</sup> Vid. Bains, P.: «Consensus mechanisms that are less secure could result in fraudulent transactions where malicious nodes are able to get access to the network through, for example, a 51 percent attack, or where a leader node has malicious intent. In financial markets, the result of such actions could lead to market manipulation and market abuse». *Blockchain Consensus Mechanisms: A Primer for Supervisors*. Fintech Note/2022/003. International Monetary Fund. January 2022. Cfr. Feijóo Sánchez, B. (2019). Los delitos de manipulación del precio de cotización de un instrumento financiero del art. 284 CP tras la LO 1/2019: retos dogmáticos frente a un desatino legislativo. *La Ley Penal*. Wolters Kluwer, 138. Cfr. G7 International Monetary Fund sobre las *stablecoins*. Refiere el concepto desde el *hard law/soft law*: «Market integrity is a concept that defines fairness, or transparency of price formation in financial markets - a critical foundation of protection for investors and consumers as well as competition». G7 Working Group on Stablecoins. Investigating the impact of global stablecoins. October 2019. G7 International Monetary Fund. Committee on Payments and Market Infrastructures, p. 9. BIS.
- <sup>60</sup> Cfr. Art. 68(9) MiCA. Disposiciones de gobernanza. Proveedores de servicios de criptoactivos (CASP). L 150/126. Cfr. Securities and Markets Stakeholder Group (MSG). Advice to ESMA. MSG advice to ESMA on its second consultation paper on Technical standards specifying certain requirements of

o la manipulación<sup>61</sup>. Asimismo, sobre la posible responsabilidad penal o administrativo-sanccionadora de personas físicas y jurídicas<sup>62</sup> (p. ej., los emisores de fichas referenciadas a activos respecto de la información contenida en el libro blanco de criptoactivos<sup>63</sup>, intermediarios [*miners*]<sup>64</sup>, proveedores de criptoactivos [CASP]<sup>65</sup>, proveedores de servicios de activos virtuales [VASP]<sup>66</sup>), especialmente en los mercados de intercambios descentralizados (DEX)<sup>67</sup>

---

the Markets in Crypto Assets (MiCA) Regulation. 18 December 2023. ESMA 24-2292444789-4623. Cfr. OICV-IOSCO, Market Backdrop informing the Need to Develop a Globally Consistent and Coordinated Approach to Crypto-Asset Regulation. Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets. Consultation Report. The Board of the International Organization of Securities Commissions. pp. CR01/2023. May 2023, pp. 11. Cfr. Martínez Parera, M., VI Edición del foro Blockchain&activos digitales, *op. cit.*

<sup>61</sup> Vid. OICV-IOSCO: «Chapter 5-Recommendations to address Abusive Behaviors [...] issues on market integrity risks which have been exacerbated by the fragmented, cross-border nature of the crypto-asset market, such as (2) manipulative market practices (including pyramid Ponzi schemes, pump and dump schemes, wash trading, front-running». Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets, *op. cit.*, p. 6. Cfr. ESMA/EBA/EIOPA, EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets, *op. cit.*, p. 2.

<sup>62</sup> Vid. cdo. 8 y art. 111 (Sanciones administrativas y otras medidas administrativas) del MiCA: «3. Cuando la persona jurídica a que se refiere el párrafo primero, letras a) a d), sea una empresa matriz o una filial de una empresa matriz que deba elaborar estados financieros consolidados de conformidad con la Directiva 2013/34/UE, el volumen de negocios total anual pertinente será el volumen de negocios total anual, o el tipo de ingresos correspondientes, conforme al Derecho de la Unión aplicable en materia de contabilidad de acuerdo con las cuentas consolidadas disponibles más recientes aprobadas por el órgano de dirección de la empresa matriz última». L 150/158. Cfr. Tiedemann, K.: «Desde el principio debe destacarse la creciente *internacionalización* en la comisión de delitos económicos, distinguiendo, al respecto, tanto táctica como jurídicamente entre delitos cometidos dentro de la UE y aquellos cometidos en (o en relación con) terceros Estados no pertenecientes a la UE [...]. En la internacionalización de la criminalidad económica y del Derecho penal económico juegan también un papel importante las *empresas multinacionales*, con su actividad (y con sus filiales) en varios o numerosos Estados». *Manual de Derecho Penal Económico, Parte General y Especial*, *op. cit.*, p. 39. Cfr. Demetro-Crespo, E., *Fundamento de la responsabilidad en comisión por omisión de los directivos de las empresas*. Centro de Investigación Interdisciplinaria en Derecho Penal-económico (CIIDE). 20/09/10. Cfr. Vitali, S., Glattfelder, J. B. y Battiston, S., *The network of global control*, *op. cit.* Cfr. Teubner, G., *Self-Constitutionalizing TNCs? On the Linkage of «Private» and «Public» Corporate Codes of Conduct*. Galf-Peter Calliess (Ed.), *Governing Transnational Corporations - Public and Private Perspectives*, *Indiana Journal of Global Studies*, 2010.

<sup>63</sup> Vid. art. 26 MiCA L 150/87.

<sup>64</sup> Vid. cdo. 96 del MiCA. L 1050/57. Cfr. ESMA, Report on the DLT Pilot, *op. cit.*, p. 49. Cfr. ARK 21 Shares Bitcoin, *op. cit.* pp. 33-39. Cfr. Auer, R., Frost, J. y Vidal Pastor, J. M. (2022). «Miners» as intermediaries: extractable value and market manipulation in crypto and DeFi. *BIS Bulletin*, 58. [www.bis.org/publ/busbull58.pdf](http://www.bis.org/publ/busbull58.pdf). Cfr. Pardo Torregrosa, J. y Fontrodona, J., *Ética y criptomonedas*, *op. cit.*, pp. 16 y ss.

<sup>65</sup> Arts. 60, 80 y 143 MiCA.

<sup>66</sup> Vid. Ross, V., Innovation in Crypto-Assets Regulation, Financial Supervisors Academy (FSA) Forum-Malta.

<sup>67</sup> Vid. Chone, A., Benetti, Z. y Giuglini, F.: «DeFi has a multi-layered architecture also known as the 'DeFi stack', that includes permissionless blockchains, smart contracts, DeFi protocols and decentralised

–el valor máximo extraíble, las conductas de préstamos rápidos que suceden en la industria financiera<sup>68</sup>, la formación de precios<sup>69</sup>, al margen del delito de estafa<sup>70</sup> y del delito de blanqueo de capitales<sup>71</sup>. Habida cuenta de que el MiCA no es comparable a la MiFIDII<sup>72</sup>, ¿se puede calificar un criptoactivo como dinero<sup>73</sup>, instrumento financiero<sup>74</sup> o moneda<sup>75</sup>, según el derecho penal del mercado de valores? Si *prima facie*, determinados criptoactivos<sup>76</sup> del MiCA no están clasificados<sup>77</sup>, y según autoridades supervisoras (p. ej., ESMA y CNMV) y un sector de la doctrina no son comparables a los instrumentos financieros<sup>78</sup>, aunque sí pueden conside-

---

applications [...]. A third layer comprises web or mobile device applications (DApps) providing user-friendly interfaces for uses to access DeFi products and services from computers or smartphones». *Decentralised Finance in the EU, op. cit.*, pp. 12 y ss.

<sup>68</sup> *Ibid.*

<sup>69</sup> *Vid.* Martínez Parera, M., VI Edición del Foro Blockchain&activos digitales, *op. cit.*

<sup>70</sup> *Vid.* art. 140.2 MiCA: «2. Los informes a los que se refiere el apartado 1 contendrán: f) el número de fraudes, estafas, pirateos, casos de usos de criptoactivos para realizar pagos relativos a ataques con programas de secuestro, ciberataques, robos o pérdidas de criptoactivos notificados en la Unión, los tipos de actos fraudulentos [...]». L 150/177. *Cfr.* Department of Justice, Samuel Bankman - Fried Sentenced to 25 years for His Orchestration of Multiple Fraudulent Schemes. March 28, 2024. *Cfr.* Morcillo, N., Afectados por estafas de «criptos» piden al fiscal general medidas para acelerar sus juicios. Empresas y finanzas. *CincoDías*. 8 de enero de 2024.

<sup>71</sup> *Vid.* Department of Justice, Samuel Bankman - Fried Sentenced to 25 Years, *op. cit.*

<sup>72</sup> *Vid.* Buenaventura, R. (presidente de la CNMV): «No puede ser comparada en ningún caso con MiFID, sino más bien una versión en miniatura, a escala, y sus niveles de protección al inversor quedan alejados de los que confiere la regulación financiera. No habrá un fondo de garantía de inversores, no habrá un reporte de transacciones al supervisor que permita vigilar el abuso de mercado». *XXX Encuentro del sector financiero ABC-Deloitte*. «Acelerando la transformación en momentos inciertos». 8 de noviembre de 2023. CNMV, p. 2. *Cfr.* Barczentewicz, N. y De Gândara Gomes, A., *Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA, op. cit.*, pp. 2-3.

<sup>73</sup> Art. 3.1.7 MiCA. [«"ficha de dinero electrónico" un tipo de criptoactivo que, a fin de mantener un valor estable, se referencia al valor de una moneda oficial»]. L 150/63. *Cfr.* Capítulo 2 L 150/112 del MiCA, p. ej. art. 56 MiCA. Fichas significativas de dinero electrónico. Artículo 57 MiCA L 150/113. Clasificación voluntaria de fichas de dinero electrónico como fichas significativas de dinero electrónico. *Cfr.* Chan, N. (jefe ejecutivo de la Autoridad Monetaria de Hong Kong), Crypto-assets and money. Keynote speech at the Treasury Markets Summit 2018, «Crypto-assets and Money», Hong Kong, 21 September 2018, pp. 3. [www.bis.org/review/r181004d.pdf](http://www.bis.org/review/r181004d.pdf).

<sup>74</sup> *Vid.* art. 284.1.1.º 2.º y 3.º del Código Penal. En adelante, CP.

<sup>75</sup> *Vid.* Chan, N., Crypto-assets and Money, *op. cit.*, p. 3.

<sup>76</sup> MiCA, cdo. 2: «Cuando se usan como medio de pago, pueden brindar la oportunidad de realizar pagos más baratos, rápidos y eficientes, en nivel transfronterizo, dado que se limita el número de intermediarios». L 150/40.

<sup>77</sup> Ross, V. The Chair. Annex. Identified challenges related to the implementation of the DLT Pilot Regime. Letter to EU institutions on DLT Pilot Regime Implementation. 3 April 2024, p. 3. ESMA 25-11736770-460.

<sup>78</sup> *Ibid.* *Cfr.* Buenaventura, R., XXX Encuentro del sector financiero, *op. cit.*

rarse los tokens no fungibles (NFT)<sup>79</sup> –p. ej. *blockchain* de riesgo en la cultura y el deporte<sup>80</sup> asociado a la estafa piramidal<sup>81</sup>, según la norma primaria, la MiFIDII, ¿es posible subsumir las infracciones del artículo 91 del MiCA, relacionado con el anexo II (indicadores de manipulación, etc.) del Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, que desarrolla el MAR, en el artículo 284.1.1.º, 2.º y 3.º del CP –delito de manipulación operativa del mercado de valores o instrumentos financieros–, norma secundaria? Si se reconoce por la norma primaria que un criptoactivo único y no fungible puede considerarse un instrumento financiero<sup>82</sup>, ¿por qué no se aplica al criptoactivo la misma vara de medir ya existente (regulación) que a las acciones y bonos y se recurre a una versión «en miniatura» a «escala» de la MiFIDII<sup>83</sup>? ¿Puede la norma secundaria, el Código Penal, en relación con las infracciones del MiCA (norma primaria) excluir el tipo en el ámbito de reflexión sobre la teoría jurídica del delito a través de la teoría de la imputación objetiva mediante el riesgo permitido<sup>84</sup>?

<sup>79</sup> Vid. cdo. 10 del MiCA: «La exclusión de los criptoactivos únicos y no fungibles del ámbito del presente Reglamento se entiende sin perjuicio de la consideración de dichos criptoactivos como instrumentos financieros». L 105/42-43. Cfr. Barcentewicz y De Gândara Gomes, A., *Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA*, op. cit., pp. 2-3.

<sup>80</sup> Vid. House of Commons. Culture, Media and Sport Committee, NFTs and the Blockchain: the risk to sport and Culture. Fourteenth Report of session 2022-23. *Report, together, with formal minutes relating to the report. Ordered by the House of Commons. 19 September 2023.*

<sup>81</sup> Vid. European Commission. Commission Staff, an initiative on Web 4.0 and virtual worlds: a head start in the next technological transition. Communication to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee of the Regions. Strasbourg 11.7.2023.SWD (2023) 250 final Part ½ (COM[2023]442 final) pp. 47-48. Cfr. Hufnagel, S. y King, K., *Non-Fungible Tokens: Art and Crime in a Virtual World*. Queen Mary University of London and Institute of Advanced Legal Studies, University of London. February 8, 2023. <https://ssrn.com/abstract=4370145>. Cfr. Santillana Linares, M<sup>a</sup>. G., *Crypto Crash. Como es la «teoría del tonto mayor» de la que habla Bill Gates*. *Forbes Ar.* 15 junio de 2022.

<sup>82</sup> Vid. art. 2 Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. (LMVSE). Cfr. ESMA. Consultation paper on the draft guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments - 29 January 2024. ESMA75-453128700-52.

<sup>83</sup> Vid. Goldstein, M. y Yaffe-Bellany, D.: «Federal judges are weighing whether digital currencies should be subject to the same rules as stocks and bonds. The outcome could shape crypto's future in the U.S.». *Is Cryptocurrency Like Stocks and Bonds? Courts Move Closer to Answer. The New York Times*. Jan 30, 2024. Cfr. U.S. Department of Justice. *Man Convicted of \$300M Securities Price Manipulation and Wire Fraud Cryptocurrency («wash trades», «spoof trades»)*. February 7, 2024. Cfr. *Case CFTC v. JPMorgan Chase&Co. et al.* Docket No. 20-69. *Manipulation, Attempted Manipulation, and Spoofing*. Sep. 29, 2020.

<sup>84</sup> Vid. Feijóo Sánchez, B., *Imputación objetiva en el Derecho penal económico: el alcance del riesgo permitido*, op. cit., pp. 145-162. Cfr. Demetrio-Crespo, E. *Fundamento de la Responsabilidad en Comisión por Omisión de los Directivos de las Empresas*. Centro de Investigación Interdisciplinaria en Derecho penal-económico (CIIDPE). 20/09/2010. Cfr. Diamantis, M. E., *Clowkwork Corporations: A Character Theory of Corporate Punishment*. *Iowa Law Review. U Iowa Legal Studies. Research Paper No. 2017-32*. November.

## 2. La prohibición de manipulación de mercado (art. 91 MiCA)<sup>85</sup>, ¿ley penal en blanco o de accesividad asimétrica?

El MiCA en el considerando 95<sup>86</sup> dice:

Es importante garantizar la confianza y la integridad de esos mercados. Por consiguiente, se requiere establecer normas para prevenir el abuso de mercado en relación con los criptoactivos que se admitan a negociación. Ahora bien, dado que es muy habitual que los emisores de criptoactivos y los proveedores de servicios de criptoactivos sean pymes, sería desproporcionado aplicarle todas las disposiciones del Reglamento sobre abuso de mercado. Se hace, pues, necesario establecer normas específicas para prohibir determinadas conductas que podrían socavar la confianza de los usuarios en los mercados de criptoactivos y la integridad de estos mercados, como las operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de información privilegiada y la manipulación de mercado relacionada con criptoactivos. Esas normas específicas sobre el abuso de mercado en relación con criptoactivos han de aplicarse cuando estos se admitan a negociación<sup>87</sup>.

Esto es, el MiCA se remite al MAR, y ambos reglamentos forman parte de la «normativa europea y española». Por un lado, según el artículo 2. *Instrumentos financieros sujetos a la LMVSE*: «También se consideraran instrumentos financieros los comprendidos en el apartado 1 cuando los mismos sean emitidos, registrados, transferidos o almacenados utilizando tecnología de registros distribuidos u otras tecnologías similares como soporte de esas actuaciones»<sup>88</sup>. Y, por otro, el artículo 285 ter del CP: «Las previsiones de los tres artículos precedentes se extenderán a los instrumentos financieros, contratos, conductas, operaciones y órdenes previstos en la normativa europea y española en materia de mercado e instrumentos financieros».

¿Desde esta base normativa se puede afirmar que la «prohibición de manipulación de mercado» (art. 91) del MiCA puede calificarse como ley penal en blanco?

El artículo 9 del CP dice: «Las disposiciones de este Título se aplicarán a los delitos que se hallen penados por leyes especiales. Las restantes disposiciones de este Código se aplicarán como supletorias en lo no previsto expresamente por aquellas».

<sup>85</sup> L 150/142-143.

<sup>86</sup> Cdo. 95 L 150/57.

<sup>87</sup> MiCA, L 150/57.

<sup>88</sup> Cfr. Preámbulo II con remisión a MiFIDII: «Modifica también la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, con la finalidad de aclarar el tratamiento jurídico de los criptoactivos que puedan considerarse instrumentos financieros. Para ello, modifica la definición de «instrumento financiero» de dicha Directiva a fin de aclarar, sin que subsista ninguna duda jurídica, que tales instrumentos pueden emitirse mediante tecnología de registros distribuidos».

La génesis del concepto de ley penal en blanco, *sensu strictu*, se asocia a las tesis de Binding<sup>89</sup> sobre la «delegación». Son normas en blanco las que «delegan» en una autoridad de rango inferior (administrativa, regional, etc.) la definición parte de la conducta típica. Desde otro enfoque, Tiedemann<sup>90</sup> sostiene que la ley penal en blanco no es posible definirla como complemento de otra norma (coincidiendo los elementos normativos). Tampoco la remisión (explícita o implícita) puede ser el criterio determinante de la distinción entre elementos normativos y leyes penales en blanco. Esto es, existen remisiones, tanto implícitas como explícitas, con elementos normativos, remisiones expresas. En mi opinión, y dejando al margen la discusión sobre la constitucionalidad<sup>91</sup>, el Código Penal menciona, por ejemplo en el artículo 284.1, términos como «mercado financiero»; 1.º «instrumentos financieros», «contratos de contado sobre materias primas», «índices de referencia»; 2.º «precio de cotización»; 3.º «utilizando la misma información»; «posición dominante». En el MiCA se definen en el artículo 3.1<sup>92</sup> (p. ej., «tecnología de registro distribuido»; «registro distribuido»; «mecanismo de consenso»; «nodo de red TRD»; «criptoactivo»; «ficha referenciada de activos»; «ficha de dinero electrónico», etc.). Elementos normativos que al practicarse implican la intervención de otras normas, en este caso la LMVSE. La clave radica en el rango de la norma, la LMVSE, que completa la ley penal. Parafraseando a García Arán (1992-1993, p. 69), con anterioridad al carácter explícito e implícito en la práctica de la remisión, situando «el problema en el ejercicio de sus competencias por las distintas instancias con capacidad normativa»<sup>93</sup>. Sin olvidar la distinción entre normas prohibitivas y normas permisivas (p. ej. la aplicación «atenuada» del MAR en el MICA, cdo. 95) ([...] se requiere establecer normas para prevenir el abuso de mercado en relación con los criptoactivos que se admitan a negociación. Ahora bien, dado que es muy habitual que los emisores de criptoactivos y los proveedores de servicios de criptoactivos sean pymes, sería desproporcionado aplicarle todas las disposiciones del Reglamento de abuso de mercado)<sup>94</sup>. O las opiniones públicas del presidente de la CNMV sobre el MiCA: «no habrá un reporte de transacciones al supervisor que permita vigilar el abuso de mercado [...] versión en miniatura no equiparable a la MiFIDII», que afectan a las relaciones entre la tipicidad (p. ej., intencionalidad)<sup>95</sup> y la antijuricidad en los delitos económicos y de la empresa.

<sup>89</sup> Binding, K., *Die Normen und ihre Übertretung; eine Unterschuchung über die Rechtmässige Handlung und die Arten des Delikts*. (3.ª ed.), Verlag Von Wilhelm Engelmann. VII. 1916, pp. 68-161. Cfr. García Arán, M. (1992-1993). Remisiones normativas, leyes penales en blanco y estructura de la norma penal. *Estudios Penales y Criminológicos*, 16, p. 69.

<sup>90</sup> Tiedemann, K. (1998). La ley penal en blanco. *Revista de Ciencias Penales*. Revista de la Asociación Española de Ciencias Penales, 1(2), 515-541. Cfr. García Arán, M., *Remisiones normativas, leyes penales en blanco*, op. cit., p. 69.

<sup>91</sup> STC 102/1998, de 15 de Junio. Ponente García Mon y González Regueral, por todas.

<sup>92</sup> L 150/63.

<sup>93</sup> *Ibid.*

<sup>94</sup> L 150/57.

<sup>95</sup> *Vid.* art. 4.1, Comunicación ilícita de información privilegiada y art. 5.1, Manipulación de mercado, de la MADII L 173/8. Cfr. Tiedemann, K.: «2. Las normas penales en blanco y las teorías del dolo y del error. En el ámbito de la tipicidad es característico del Derecho Penal Económico el uso de normas penales

Por tanto, según mi opinión, la «prohibición de manipulación de mercado» (art. 91) del MiCA no es una ley penal blanco. Siguiendo las tesis de Feijóo Sánchez (2019), son los delitos de abuso de mercado los que constituyen una ley penal en blanco «en lo que respecta a su ámbito de protección, que queda determinado expresa y directa del artículo 285 ter CP tanto a la normativa española como a la europea. Se trata de una remisión dinámica que no va referida a una norma concreta, sino a la normativa vigente en cada momento en materia de mercados e instrumentos financieros» (p. 5).

En todo caso, la «prohibición de manipulación de mercado» (art. 91 MiCA) es una accesoriedad legislativa (no de dependencia absoluta), sin que exista una remisión expresa o concluyente al MAR. Esta sería relativa. Parafraseando a Feijóo Sánchez (2019, pp. 5-6)<sup>96</sup> (que se inspira en la doctrina alemana), «la prohibición de mercado» (art. 91 MiCA) constituye una accesoriedad asimétrica, «que obliga al ordenamiento jurídico-penal a importar las valoraciones básicas del orden primario extrapenal, con independencia de que no dejen de ser revaloradas o tenidas en cuenta de acuerdo a las funciones propias del Derecho penal. Ello lleva, por ejemplo, a una conclusión obvia y generalmente aceptada: lo que en el orden primario está permitido no puede entenderse como un hecho típico. La infracción del orden primario es un requisito necesario e imprescindible para la tipicidad de los hechos, para "acceder" a la responsabilidad penal».

La posible infracción del MiCA (relacionada con MADII/MAR, MiFIDII/MiFIR y los reglamentos delegados y de ejecución correspondientes) no constituye una conducta típica. Sería un indicio de tipicidad sujeto a la interpretación de los requisitos de cada figura delictiva. El rechazo a calificar de ley penal en blanco la «prohibición de manipulación de mercado» (art. 91 MiCA) (integrado de elementos normativos, interpretados según la LMVSE, MADII/MAR y MiFIDII/MiFIR) «tiene relevancia y consecuencias a efectos de delitos de exclusiva comisión dolosa, el dolo típico (y por consiguiente de las características del error excluyente del dolo que excluye la responsabilidad criminal). El objeto del dolo son las circunstancias del hecho que ha de ser subsumido en el correspondiente tipo penal (la materia de subsunción), pero no la norma extrapenal. Una interpretación errónea de la legislación extrapenal puede dar lugar a un error sobre la concurrencia de los elementos del tipo y excluir la responsabilidad penal, tanto en casos de errores vencibles como invencibles». Así, se puede inferir, por un lado, considerando 95 del MiCA:

Ahora bien, dado que es muy habitual que los emisores de criptoactivos y los proveedores de servicios de criptoactivos sean pymes, sería desproporcionado aplicable todas las disposiciones del Reglamento sobre abuso de mercado. Se hace, pues, necesario establecer normas específicas para prohibir determinadas conductas que podrían socavar la confianza de los usuarios en los mercados de criptoactivos y la integridad de estos mercados.

---

en blanco, es decir, normas «abiertas» total o parcialmente que permiten, para ser completadas y complementadas, a normas de rango inferior a la ley que las contiene (normas penales en blanco en sentido amplio)». *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial, op. cit.*, pp. 61 y ss.

<sup>96</sup> Cfr. Martínez-Buján Pérez, C. (2013). *El error en la teoría jurídica del delito*. Tirant lo Blanch. Cfr. Kessler, C. (2012). *Strafrechtliche Aspekte von Corporate Governance*. BWV Wiss Verl.

Y, por otro, de las mencionadas declaraciones públicas del presidente de la CNMV calificando el MiCA como «una MiFID en miniatura» y que «no habrá un reporte de transacciones al supervisor que permita vigilar el abuso de mercado».

### 3. Criptoactivos, ¿instrumentos financieros?

La pregunta está relacionada, por ejemplo, por un lado, sobre los mencionados criptoactivos únicos y no fungibles del considerando 11 del MiCA, y, por otro, con las tesis de un sector de la doctrina, Barczentewicz y Gândara Gomes<sup>97</sup> y representantes de autoridades supervisoras (Chan<sup>98</sup>, Buenaventura<sup>99</sup>, Panetta<sup>100</sup>, Ross<sup>101</sup>, Woods<sup>102</sup>). El considerando 11 del MiCA dice: «La exclusión de los criptoactivos únicos y no fungibles del ámbito del presente Reglamento se entiende sin perjuicio de la consideración de dichos criptoactivos como instrumentos financieros».

Chan sostiene que los criptoactivos no son dinero, ni monedas, los inversores o especuladores con criptoactivos carecen de expectativa real de que algún día se conviertan en dinero (¿deuda convertible?)<sup>103</sup>. Buenaventura<sup>104</sup> alega, invocando la MiFIDII, que MiCA

<sup>97</sup> Barczentewicz y De Gândara Gomes, *Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA*, *op. cit.*, pp. 2-3.

<sup>98</sup> Chan, N., *Crypto-assets and money*, *op. cit.*

<sup>99</sup> Buenaventura, R.: «Si tuviese que destacar un riesgo sobre los demás, sería que los inversores concluyan erróneamente que una vez que estén regulados y supervisados los proveedores de criptoactivos a partir de diciembre, las criptomonedas pasarán a tener el mismo nivel de regulación, supervisión y protección que los instrumentos financieros. Nada más lejos de la realidad». Comparecencia del presidente de la CNMV en la Comisión de Economía, Comercio y Transformación Digital del Congreso de los Diputados», *op. cit.*, pp. 6-7. *Cfr.* El mismo, *Acelerando la transformación en momentos inciertos*, *op. cit.*

<sup>100</sup> Panetta, F. (Gobernador del Banco de Italia. Anterior miembro ejecutivo del Banco Central Europeo), *Caveat Emptor does not apply to crypto*. The ECB Blog. 5 January 2023. *Cfr.* Diamantis, M. H. (2020). *The Light Touch of Caveat Emptor in Crypto's Wild West*. *Iowa Law Review*, 104(113). *Cfr.* U.S. Court Appeals for the Second Circuit. *Appeal from the United States District Court for the Southern District of New York. SEC v. Rashid*. No. 20-4080-cv. March 13, 2024. Dissident Kearse, pp. 10-11.

<sup>101</sup> Ross, V., Annex. *Identified challenges related to the implementation of the DLT Pilot Regime*, p. 3.

<sup>102</sup> Woods, S. (subgobernador del Banco de Inglaterra), *Existing or planned exposure to cryptoassets. Letter to Chief Executive Officers of Banks and designated investment firms on the treatment of cryptoassets under the current framework*. 24 March 2022.

<sup>103</sup> *Vid.* Coinbase Announces Proposed Private Offering of \$1.0 Billion of Convertible Notes Due 2023. Coinbase. March 12, 2024. *Cfr.* Hirstenstein, A.: «Coinbase (COIN). The crypto Exchange said late Tuesday it plans to issue \$1.0 billion of convertible debt. Its stock edged up premarket, as bitcoin whose price its often tracks, rallied to new highs». *The Wall Street Journal*. Markets A. M. March 13, 2024. *Cfr.* Heinbach, L. y Huang, W., *Defi Leverage*, *op. cit.*

<sup>104</sup> Buenaventura, R., *Acelerando la transformación en momentos inciertos*, *op. cit.*

no puede ser comparada en ningún caso con MiFID, sino más bien en miniatura, a escala, y sus niveles de protección al inversor quedan alejados de los que confiere la regulación financiera. No habrá un fondo de garantía de inversores, no habrá un reporte de transacciones al supervisor que permita vigilar el abuso de mercado y los requisitos de custodia son más laxos y benignos en comparación con los que tendría un fondo o un bono. MICA es un primer paso en la regulación de los criptoactivos, pero no los situará a un nivel parejo de protección con los activos financieros.

Panetta asocia los criptoactivos a las apuestas de los juegos de azar que deberían estar controladas bajo los «principios para la protección de los consumidores y los usuarios de servicios de juego en línea y la prevención del juego en línea entre los menores»<sup>105</sup>, y obligadas al pago de impuestos<sup>106</sup>. En cambio, Woods constata que la «tecnología de criptoactivo está creando nuevos activos financieros y formas de intermediación»<sup>107</sup>, siguiendo el criterio del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea<sup>108</sup>.

El artículo 2.5 del MiCA, ámbito de aplicación<sup>109</sup> dice: «A más tardar el 30 de diciembre de 2024, la AEVM, a efectos del apartado 4, letra a), del presente artículo, emitirá directrices de conformidad con el artículo 16 del Reglamento (UE) n.º 1095/2010 sobre las condiciones y los criterios para la consideración de los criptoactivos como instrumentos financieros». Y el apartado 4.: «El presente Reglamento no se aplicará a los criptoactivos que se consideren, a) instrumentos financieros». Esta norma primaria, en el artículo 3.1, sobre definiciones<sup>110</sup> aporta, en el apartado 5), el «concepto de criptoactivo»: «una representación digital de un valor o de un derecho que puede transferirse y almacenarse electrónicamente mediante la tecnología de registro distribuido o una tecnología similar». Y, en el apartado 49) «instrumento financiero»<sup>111</sup>, con remisión a MiFIDII: «un instrumento financiero tal como se define en el artículo 4, apartado 1, punto 3, de la Directiva 2014/65/UE<sup>112</sup>, "depósito estructurado", punto 13 "instrumento financiero"; los instrumentos especificados en el anexo I, Sección C-Instrumentos Financieros<sup>113</sup>».

<sup>105</sup> Panetta, F., *Caveat Emptor*, *op. cit.* Cfr. Directiva (UE) 2023/226, de 17 de octubre de 2023. DOUE 24.10.2023. Cfr. Recomendación de la Comisión de 14 de Julio de 2014. DOUE 19.7.2014. L 214/38.

<sup>106</sup> *Ibid.*

<sup>107</sup> Woods, S., Existing or planned exposure to cryptoassets, *op. cit.*

<sup>108</sup> BCBS, Prudential treatment of cryptoasset exposures. Consultative Document. June 2021. [www.bis.org/bcbs/publ/d519.pdf](http://www.bis.org/bcbs/publ/d519.pdf). Cfr. Wayne, P. y Von Haften, A. H., *Are Basel's Capital Surcharges for Global Systemically Important Banks Too Small?*, *op. cit.*

<sup>109</sup> L 150/62.

<sup>110</sup> L 150/63.

<sup>111</sup> L 150/66.

<sup>112</sup> L 173/82.

<sup>113</sup> L 173/481.

A mayor abundamiento, la LMVSE refiere, al transponer directivas y reglamentos sobre la materia, por un lado, en el preámbulo II, la modificación de la definición de «instrumento financiero»: «[...] a fin de aclarar, sin que subsista ninguna duda jurídica, que tales instrumentos pueden emitirse mediante tecnología de registros distribuidos». Y, por otro, el artículo 2.2. *Instrumentos financieros sujetos a esta ley*: «También se considerarán instrumentos financieros los comprendidos en el apartado 1 cuando los mismos sean emitidos, registrados, transferidos o almacenados utilizando tecnología de registros distribuidos u otras tecnologías similares como soporte de esas actuaciones».

No obstante, ESMA ha preparado una consulta sobre el borrador de directrices respecto a la posible consideración de los criptoactivos como instrumentos financieros<sup>114</sup>. Esta inseguridad jurídica y vaguedad (generada por la propia DLT)<sup>115</sup> se añade a la ya existente con la reforma del artículo 284.3.º del CP, mediante la Ley Orgánica 1/2019<sup>116</sup>, al transponer la MADII en el apartado II del preámbulo intentando concreción «sobre el *telos* de la reforma, como el bien jurídico protegido de carácter supraindividual: la "integridad de los mercados de la Unión", por lo que la protección de los inversores (bien jurídico individual) no será más que un efecto reflejo que se encuentra en segundo plano»<sup>117</sup>. Por ello, según mi opinión, par-

<sup>114</sup> ESMA. Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. 29 January 2024. ESMA75-453128700-52. Cfr. Ross, V., *The Chair*, Annex. Identified challenges related to the implementation of the DLT Pilot Regime, p. 3, *op. cit.*

<sup>115</sup> Vid. ARK 21 Shares Bitcoin ETF, *op. cit.*, pp. 33-39. Cfr. Guagliano, C. y Kern, S.: «Structural risks in crypto-asset markets. A second source of native risks is inherent to the use of Distributed Ledger Technologies (DLTs) to manipulate the consensus mechanisms of distributed ledgers (i. e. through so-called «51%» or «Sybil» attacks) can pit the value on the entire blockchain at risk. If an attacker were to gain control of a majority (or a quorum) of network nodes (or hash power), he could change the ordering of transactions and enable a double spend. Double spending refers to the creation of new value where it did not exist before. An example would be when a single digital token (i.e. one BTC) is spent simultaneously more than once (an validated by the consensus mechanism)». *Crypto-assets and their risks for financial stability*. ESMA TRV Risk Analysis. October 2022, pp. 5-6. Cfr. Bains, P., *Blockchain Consensus Mechanisms: A Primer for Supervisors*. Fintech Notes. Note/2022/003. International Monetary Fund. January 2022, p. 4. Cfr. Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI): «Legal Risk. DLT can increase legal risks if there is ambiguity or lack of certainty about an arrangement». *Distributed Ledger technology in payment, clearing and settlement. An analytical framework*. February 2017, p. 16.

<sup>116</sup> Feijóo Sánchez, B.: «Si por su propia naturaleza este es un ámbito delictivo de delicado equilibrio entre la seguridad jurídica y una tipificación que no deje demasiadas lagunas a pesar de su constante innovación y de su complejidad técnica, una reforma tan poco meditada genera una enorme inseguridad que puede hacer que el Derecho penal resulte agresivamente disfuncional para el correcto funcionamiento de los mercados. No solo se trata, aunque sea lo más importante, de evitar castigos injustos y arbitrarios, sino de la preocupación por los perniciosos efectos económicos que puede tener una regulación tan defectuosa». *Los delitos de manipulación del precio de cotización de un instrumento financiero del Art. 284 CP tras la LO 1/2019*, *op. cit.*, p. 3.

<sup>117</sup> *Ibid.* Cfr. Mismo autor. Crítica la Sentencia de la Audiencia Nacional (Sección 4.ª) n.º 28, de 17 de octubre de 2017, con doctrina, y la Sentencia del Juzgado de lo Penal n.º 29 de Madrid n.º 167/2016, de 24 de mayo, condenatoria, según el derogado art. 284, 2.º CP). Resolución confirmada en apelación por la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 29.ª), de 21 de marzo. «Crisis Bancaria y Derecho Penal». *La Ley Penal*, 132 (mayo-junio 2018), pp. 24 y ss.

tiendo desde los presupuestos de la norma primaria, la MiFIDII<sup>118</sup>, y del instituto del riesgo permitido<sup>119</sup>, y parafraseando a Diamantis (2020, p. 114), aquí se cuestiona la aplicación del abuso del mercado, con sanciones penales (*ultima ratio*), en el desarrollo e implementación de la tecnología de registros distribuidos o cadena de bloques (TRD-*blockchain*)<sup>120</sup> ante los riesgos legales que comporta en los mercados financieros y de criptoactivos. Esto es, si el Reglamento MICA es considerado una «versión en miniatura» a «escala» y «no puede ser comparado en ningún caso a MiFID», la LMVSE –norma primaria– (relacionada con MADII/MAR, MiFIDII/MiFIR) no da un aviso justo de la conducta que castiga<sup>121</sup> el Código Penal, norma secundaria. Máxime si el MiCA recurre a la responsabilidad civil en el considerando 39<sup>122</sup>:

Con la idea de brindar una mayor protección a los titulares de criptoactivos conviene aplicar normas de responsabilidad civil a los oferentes y a las personas que soliciten su admisión a negociación, así como a los miembros de sus órganos de dirección con respecto a la información facilitada al público a través del libro blanco de criptoactivos,

como medio de protección del inversor al regular los criptoactivos<sup>123</sup> en contraposición a los instrumentos financieros. *De lege data*, la responsabilidad civil<sup>124</sup> residenciada en la

<sup>118</sup> Vid. Ruiz Ojeda, A., *Caveat venditor*, o el volteo regulatorio de la asignación de riesgos en las transacciones financieras por la normativa MiFID, *op. cit.*

<sup>119</sup> Vid. Feijóo Sánchez, B., *Imputación objetiva en el Derecho penal económico: el alcance del riesgo permitido*, *op. cit.*

<sup>120</sup> Vid. CPMI: «The legal underpinning for certain activities may not be as well established as that for traditional systems (for example, in terms of identifying the application jurisdiction or relevant laws [...] the legal basis regarding the ownership or transfer of assets or the rights and obligations of the relevant parties may not always be clear. An arrangement typically attempts to use standardized rules or contracts to define rights, obligations and processes. In such cases, it is important to consider the soundness of these legal arrangements and their enforceability. This can be further complicated by transactions that take place across borders or in multiple jurisdictions, in which case the law underpinning the activity would need to be confirmed or adopted in multiple jurisdictions in way that are mutually compatible». *Distributed Ledger technology, op. cit.*, p. 16. *Cfr.* CPMI, Wholesale digital tokens. December 2019, p. 11.

<sup>121</sup> *Cfr. Beckles v. United States*, 137. S. ct 886, 892 (2017).

<sup>122</sup> L 150/47.

<sup>123</sup> Buenaventura, R.: «Si tuviese que destacar un riesgo sobre los demás, sería que los inversores concluyan erróneamente que una vez que estén regulados y supervisados los proveedores de criptoactivos a partir de diciembre, las criptomonedas pasarán a tener el mismo nivel de regulación y protección de los instrumentos financieros. Nada más lejos de la realidad. Las criptomonedas (al menos el tipo que hoy conocemos) seguirán siendo, incluso cuando estén regulados, productos extremadamente arriesgados, poco recomendables para el inversor minorista y con un nivel de protección del inversor muy inferior al de los productos financieros. También las posibilidades de supervisión estarán notablemente mermadas y la CNMV, y el sistema en su conjunto, no podrá ofrecer una protección remotamente similar a la que ofrece en productos financieros». Comparecencia del Presidente de la CNMV en la Comisión de Economía, Comercio y Transformación Digital del Congreso de los Diputados, *op. cit.*, pp. 6-7.

<sup>124</sup> Vid. Upegui Villegas, C., *La responsabilidad civil por «abuso de mercado» en el mercado de valores*. Tesis doctoral. Departamento de Derecho Privado. Universitat Autònoma de Barcelona. Septiembre de 2014.

jurisdicción civil-mercantil es la que debería prevalecer sobre la responsabilidad penal del abuso de mercado (sin perjuicio de la intervención de la jurisdicción contencioso-administrativa) en los mercados de criptoactivos, evitando la intervención de la jurisdicción penal mediante el arbitrio e interpretación (p. ej., manipulaciones informativas del precio de cotización de un instrumento financiero, STS 369/2019, de 22 de julio)<sup>125</sup>.

## 4. El riesgo permitido

El artículo 91.2. del MiCA<sup>126</sup> dice:

A efectos del presente Reglamento, la manipulación de mercado incluirá cualquiera de las siguientes actividades: a) a menos que se haya efectuado por razones legítimas, efectuar una operación, dar una orden de negociación o cualquiera otra conducta que [...].

Estas «razones legítimas» se asocian a prácticas aceptadas mediante exenciones y la inexistencia de requisitos previos. A saber, el considerando 26 del MiCA:

Además, no debe aplicarse requisito alguno cuando las ofertas de fichas de consumo den acceso a un bien o servicio existente que permita al titular obtener el bien o utilizar el servicio, ni cuando el titular de los criptoactivos tenga derecho a utilizarlos a cambio de bienes y servicios en una red limitada de comerciantes con acuerdos contractuales con el oferente<sup>127</sup>.

Y el considerando 33:

A fin de evitar cargas administrativas indebidas, no ha de exigirse a las autoridades competentes que aprueben los libros blanco de criptoactivos antes de su publicación<sup>128</sup>.

Las «razones legítimas» del artículo 91.2 del MiCA coinciden, por un lado, con las del considerando 49 del MAR<sup>129</sup>:

<sup>125</sup> 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, 22 de julio). Criminalia. Academia Mexicana de Ciencias Penales. Año LXXXVII. Nueva época. Diciembre 2020. Ubijus Editorial, pp. 613-623.

<sup>126</sup> L 150/43.

<sup>127</sup> L 150/45-46.

<sup>128</sup> *Ibid.*

<sup>129</sup> L 173/8. Cfr. Reglamento Delegado (UE) 2016/908 de la Comisión, de 26 de febrero de 2016, por el que se completa el MAR mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación sobre los criterios, el procedimiento y los requisitos para establecer una práctica de mercado aceptada, así como los re-

Sin perjuicio del objetivo del presente Reglamento y sus disposiciones directamente aplicables, la persona que efectúa operaciones o emite órdenes de negociación que pueden considerarse manipulación de mercado puede demostrar que sus motivos para efectuar dichas operaciones o emitir dichas órdenes de negociación eran legítimas y que las operaciones y órdenes de negociación se ajustaban a prácticas aceptadas en el mercado en cuestión. Solo la autoridad competente responsable de la supervisión de los abusos de mercado en el mercado en cuestión puede determinar que se trata de una práctica aceptada. Una práctica aceptada en un mercado determinado no puede considerarse aplicable a otros mercados a menos que las autoridades competentes de estos últimos hayan aceptado oficialmente tal práctica. Aun así puede considerarse que se ha producido una infracción si la autoridad competente determina que no ha habido razones legítimas tras dichas operaciones u órdenes de negociación.

Con el artículo 13.1. del MAR<sup>130</sup>. *Prácticas de mercado aceptadas*:

1. La prohibición establecida en el artículo 15 no se aplicará a las actividades a que se refiere el artículo apartado 1, letra a), si quien ejecuta la operación, da la orden de negociación o efectúa cualquier otra conducta demuestra que los motivos de la operación, orden o conducta son legítimas y que estas se adecuan a las prácticas de mercado aceptadas, establecidas de conformidad con el presente artículo.

Y, por otro, con el artículo 5.2 a) ii), párrafo segundo, de la MADII:

Las razones por las que la persona que hubiese efectuado la operación o dado las órdenes de negociación sean legítimas y que esas operaciones u órdenes se ajusten a las prácticas de mercado aceptadas en el centro de negociación de que se trate<sup>131</sup>.

Y, el apartado 7) del artículo 2 de esta directiva<sup>132</sup>, que se remite al MAR: «práctica de mercado aceptada», «una práctica de mercado específica aceptada por la autoridad competente de un Estado miembro de conformidad con el Artículo 13 del Reglamento (UE) n.º 596/2014».

---

quisitos para mantenerla, derogarla o modificar las condiciones para su aceptación. Cdo. 2: «A fin de garantizar que las PMA no vayan en detrimento de la innovación y el permanente desarrollo dinámico de los mercados financieros, las autoridades competentes no deben suponer de forma automática que son inaceptables las tendencias de mercado nuevas o emergentes que puedan dar lugar a prácticas de mercado novedosas. Antes al contrario, dichas autoridades competentes deben valorar si tales prácticas de mercado se ajustan a los criterios establecidos en el presente Reglamento y en el MAR». L 153/3.

<sup>130</sup> L 173/31. Cfr. Auto de la Audiencia Nacional de 19 de marzo de 2024, n.º 286/2014, Sala Contencioso, Secc. 3.ª, Pte. García García-Blanco, refiere que el MAR es una norma de aplicación directa y obligatoria en todos sus elementos. FD 7.3.2.

<sup>131</sup> L 173/186.

<sup>132</sup> L 173/184.

Feijóo Sánchez (2013), al investigar la imputación objetiva y las estructuras típicas, sostiene que en los posibles delitos de resultado lesivo

no es suficiente la existencia de una relación de causalidad entre una acción y un resultado, sino que solo se puede imputar un resultado a una persona cuando es la que ha creado un riesgo no permitido o jurídicamente desaprobado que se ha realizado en el resultado (en el caso de la comisión por omisión cuando se trata de una no evitación de un riesgo no permitido por un garante equivalente a su creación que se realiza en el resultado). Siendo esta aportación de la teoría de la imputación objetiva una teoría global y normativizadora del tipo y no una mera teoría de imputación de resultados (pp. 142-143).

Imputación objetiva y estructuras típicas aquí aplicables a personas físicas o jurídicas (pymes)<sup>133</sup> en los mercados del MiCA y en los DEX<sup>134</sup>.

El concepto de riesgo permitido y su teoría, asociados a la doctrina de la imprudencia, tiene sus primeros desarrollos teóricos importantes (Binding of Bar)<sup>135</sup> con la segunda revolución industrial en el siglo XIX. El deber de cuidado ya no podía consistir en evitar cualquier conducta peligrosa, sino que tenía que pasar a consistir en una planificación razonable de riesgos<sup>136</sup>. La sociedad aceptaba ciertas actividades peligrosas siempre que se cumpliera un cierto nivel de cuidado. El riesgo permitido apareció como un instituto útil para ayudar a la dogmática en la determinación del nivel permitido de cuidado en las sociedades industriales, existiendo dos concepciones básicas sobre la imputación objetiva<sup>137</sup>. Por un lado, la que le otorga al derecho penal una función de protección de bienes jurídicos, identificándolo como la imputación del resultado a la conducta contraria a deber. Y, por otro, la que pone en primer plano la función de estabilidad normativa (permitiendo la protección de bienes jurídicos en última instancia)<sup>138</sup>. De tal manera que se sitúa en el centro de la teoría la delimitación

<sup>133</sup> MiCA, cdo. 95: «Ahora bien, dado que es muy habitual que los emisores de criptoactivos y los proveedores de servicios de criptoactivos sean pymes, sería desproporcionado aplicarles el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre abuso de mercado». L 150/57.

<sup>134</sup> Vid. Securities and Markets Stakeholder Group (SMSG) Advice to ESMA: «The importance and innovative of Automated Market Makers (AMMs), particularly in a Decentralized Exchange (DEXs). 3.5 Pre-trade transparency for AMMs in a DEX context. SMSG advice to ESMA on its second consultation paper on Technical standards specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets (MiCA) Regulation». 18 December 2023, pp. 8. ESMA 24-229244789-4623.

<sup>135</sup> Vid. Feijóo Sánchez, B. *Imputación objetiva en el Derecho penal económico: el alcance del riesgo permitido*, pp. 145.

<sup>136</sup> *Ibid.* pp. 143-145.

<sup>137</sup> *Ibid.*

<sup>138</sup> Vid. Feijóo Sánchez, B., *Derecho penal de la empresa e imputación objetiva*, 2007, pp. 31 y ss.

entre conductas típicas y permitidas, ya sea vinculando más con el desvalor específicamente jurídico-penal de la conducta o con un presupuesto para la imputación del resultado<sup>139</sup>.

¿El riesgo permitido puede ser aplicable en las conductas-estrategias, por ejemplo en los *spot markets* de criptoactivos, en los DEX, con la expansión de las finanzas digitales, por ejemplo *antibleed backdoor*<sup>140</sup>; *cancer nodes*<sup>141</sup>; *momentum pricing*<sup>142</sup>, *front-running*<sup>143</sup>, *Sybil attack*<sup>144</sup>, *wash trading*<sup>145</sup>, *rug pulls*<sup>146</sup>, *51 percent attack*<sup>147</sup>, inherentes al MiCA? Parafraseando a Feijóo Sánchez (2013, pp. 143-146), el riesgo permitido en el MiCA significa que las conductas inicialmente típicas (crear un riesgo) se encuentran asumidas por este y la norma primaria, la MiFIDII, según la nueva configuración de los mercados de capitales que acontece con la cuarta revolución industrial (p. ej. Web 4.0<sup>148</sup>, Web 3.0<sup>149</sup>, inteligencia artificial<sup>150</sup>...).

<sup>139</sup> Vid. Feijóo Sánchez. B., *Imputación objetiva en el Derecho penal económico: el alcance del riesgo permitido*, op. cit., pp. 143-146.

<sup>140</sup> Vid. ARK 21 Shares Bitcoin, op. cit., p. 36.

<sup>141</sup> *Ibid.*

<sup>142</sup> *Ibid.* p. 21.

<sup>143</sup> *Ibid.* Cfr. Auer, R., Frost, J. y Vidal Pastor, J. M., «Miners» as intermediaries, op. cit.

<sup>144</sup> Vid. Platt, M., McBurner, P., *Sybil in the Haystack: A Comprehensive Review of Blockchain Consensus Mechanisms in Search of Strong Sybil Attack Resistance*. Department of Informatics, King's College London. 6 January 2023. <https://doi.org/10.3390/a16010034>. Cfr. Bains, P., *Blockchain Consensus Mechanisms*, op. cit., p. 4.

<sup>145</sup> Vid. ARK 21 Shares Bitcoin, op. cit., p. 21. Cfr. Cong, W., Li, X., Tang, K. y Yang, Y.: «To detect wash trading in the new Non-Fungible Token (NFT) markets». *Crypto Wash Trading*. July 2023, p. 29.

<sup>146</sup> Vid. *Risley v. Universal Navigation, Inc, et al.*: «2. Cryptocurrency, Blockchain, and Decentralized Exchange». Case 1:22-cv-02780-KPF. August 29, 2023. United States District Court Southern District of New York. Katherine Rolk Failla, District Judge, p. 4. *Rug pulls* ([«tirones de alfombra», traducción del inglés, nuestra]). Constituyen una modalidad de estafa (*scam tokens*), según la calificación judicial, equiparable a la estafa informática del art. 248.2 a) CP).

<sup>147</sup> Vid. ARK 21 Shares Bitcoin, op. cit. pp. 33-39. Cfr. Bains, P., *Blockchain Consensus Mechanisms*, op. cit., p. 4.

<sup>148</sup> Vid. European Commission. Commission STAFF, An EU initiative on Web 4.0 and virtual worlds, op. cit.

<sup>149</sup> Vid. Sanya Mondob, B., Adam-Johnson, S. y Georgopoulos, A.: «Web3 is a catch-all term for the vision of a new, better internet, focusing on investor and consumer proprietary rights [...]. Web3 employs blockchain and other Distributed Ledger Technology (DLT), cryptocurrency, and non-fungible tokens (NFYs) to give power back to consumers in the form of ownership». *NFT Legal and Regulation Compliance: Connoisseurship and Critique*. <https://ssrn.com/abstract=4275613>.

<sup>150</sup> Vid. ESMA, Data Strategy 2023-2028. 15 June 2023, pp. 5, 9, 12, 19 y 24. ESMA 50-157304. Cfr. ESMA, Artificial Intelligence (AI) in finance. TRV Risk Analysis. 1 February 2023. Cfr. OECD, *Recommendation of the Council on Artificial Intelligence*. 2023. OECD/LEGAL/0449. Cfr. Pérez-Cruz, F. y Song Shin. H., *Testing the cognitive Limits of Large Language Models*. 4 January 2024. BIS Bulletin. N.º 83. Cfr. Martínez Parera, M., VI Edición del Foro Blockchain&activos digitales, op. cit. Cfr. Buenaventura, R., XXX Encuentro del sector financiero ABC-Deloitte, op. cit. Cfr. García Martínez, F. y Martínez Resano, J. R., *Digital Assets and Reporting*, op. cit.

No se trata de que el riesgo creado (o no evitado como garante)<sup>151</sup> esté permitido, sino más bien de que la creación (o no evitación) del riesgo está permitida o tolerada por el orden primario de la MiFIDII<sup>152</sup>, preexistente al ordenamiento penal. Esto es, por un lado, el mismo MiCA<sup>153</sup> (p. ej. criptoactivos corporativos)<sup>154</sup>, relacionado con el anexo II (indicadores de manipulación<sup>155</sup>, etc.) del Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, que desarrolla el MAR, y, por otro, el artículo 284.1.3.º del CP y el artículo 285 del CP del orden secundario. La discusión se centra en la conducta permitida o tolerada por el supervisor (riesgo permitido)<sup>156</sup>, ante la aparición de nuevos riesgos<sup>157</sup> que puede comportar la exclusión de la tipicidad al ser el «nuevo riesgo» incumbencia o competencia de un tercero (p. ej., intermediarios *miners* mediante el *51 percent attack*<sup>158</sup>, CASP, VASP) o de la propia víctima<sup>159</sup> (conductas neutrales, prohibición de regreso, imputación al ámbito de la víctima, autopuesta en peligro, actuación a propio riesgo) en los mercados de criptoactivos y en los DEX. El riesgo permitido, en el marco de la evolución de la teoría de la imputación objetiva, puede ser un «instituto útil»<sup>160</sup> para la reflexión crítica sobre el MiCA, respecto de «un mero presupuesto de la imputación del resultado»<sup>161</sup>. Normas penales mencionadas por el MiCA, vinculadas, por un lado, al anexo II (indicadores de manipulación) del Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión de 17 de diciembre de 2015, que desarrolla el MAR y el artículo 284.1.1.º del CP, que interactúan con la MiFIDII, orden primario, que configura previamente las relaciones sociales o económicas<sup>162</sup> en los mercados de criptoac-

<sup>151</sup> Vid. Feijóo Sánchez, B., *Imputación objetiva en el Derecho penal económico*, op. cit. Cfr. Demetrio-Crespo, E., *Fundamento de la Responsabilidad en Comisión por Omisión de los Directivos de las Empresas*, op. cit. Cfr. Diamantis, M. E., *Clockwork Corporations: A Character Theory of Corporate Punishment*, op. cit.

<sup>152</sup> Vid. Buenaventura, R.: «No es una panacea, un remedio mágico o una solución perfecta para abordar este nuevo mercado. MiCA, a diferencia de MiFID, la normativa que regula los demás productos financieros no aborda todos los riesgos de criptoactivos, ni ofrece la totalidad de las soluciones». XXX Encuentro del sector financiero. ABC-Deloitte, op. cit.

<sup>153</sup> *Ibid.*: «No habrá un reporte de transacciones al supervisor que permita vigilar el abuso de mercado y los requisitos de custodia son más laxos y benignos en comparación con los que tendría un fondo o un bono».

<sup>154</sup> Vid. art. 3.1.7) MiCA. Definiciones. «A los efectos del presente Reglamento se entenderá por "ficha de dinero electrónico" un tipo de criptoactivo que, a fin de mantener un valor estable, se referencia al valor de una moneda oficial». L 150/63. Cfr. Mignano, J. et al. *Disruptive money. Exploring the Future of Corporate Cryptocurrency*, op. cit.

<sup>155</sup> *Collusion, ping orders, phishing, abusive squeeze, wash trades, painting the tape, improper matched orders, concealing ownership, pump and dump, trash and cash, quote stuffing, momentum ignition, marking the close, etc.*

<sup>156</sup> Vid. Feijóo Sánchez, B., *Imputación objetiva en el Derecho penal económico: el alcance del riesgo permitido*, op. cit., pp. 146.

<sup>157</sup> Vid. Martínez Parera, M., VI Edición el foro Blockchain&activos digitales, op. cit.

<sup>158</sup> Vid. ARK 21 Shares Bitcoin, op. cit., pp. 33-39. Cfr. Bains, P., *Blockchain Consensus Mechanisms*, op. cit., p. 4.

<sup>159</sup> Vid. Feijóo Sánchez, B., *Imputación objetiva en el Derecho penal económico: el alcance del riesgo permitido*, op. cit., p. 147.

<sup>160</sup> *Ibid.*, pp. 146.

<sup>161</sup> *Ibid.*

<sup>162</sup> *Ibid.*, pp. 147.

tivos y DEX. Y, por otro, la estructura típica y la literalidad de los preceptos que configuran el injusto concreto (la integridad, la manipulación e información privilegiada en los mercados de criptoactivos y DEX) pueden abarcar acciones no merecedoras de un desvalor o una desaprobación jurídico-penal<sup>163</sup>, por ejemplo, el artículo 225.3 de la LMVSE y el Reglamento Delegado (UE) 2016/908 de la Comisión, de 26 de febrero de 2016 –prácticas de mercado aceptadas– porque «están socialmente permitidas o toleradas (incluso en algún caso fomentadas)»<sup>164</sup>.

Por tanto, en mi opinión, y desde las tesis de Feijóo Sánchez, no se podrá calificar de manipulación de mercado actividades basadas en las razones legítimas del artículo 91.2 del MiCA, relacionadas con el artículo 13.1 del MAR, el artículo 2, apartado 7 y el artículo 5.2 a) ii), párrafo segundo, de la MADII. Esto es, en una «justificación, racionalidad o lógica económica o empresarial ajena a la manipulación de precios, y que se corresponda con una práctica aceptada de mercado como manifestación del riesgo permitido en este ámbito. En estos casos, si concurren estos requisitos (razones legítimas y práctica de mercado aceptada) la conducta no es típica porque está permitida»<sup>165</sup>. Procediéndose al sobreseimiento libre en la fase de instrucción<sup>166</sup>.

## 5. Manipulaciones informativas del precio de cotización de las acciones en redes sociales

¿La difusión de información sobre el precio de las acciones en criptoactivos<sup>167</sup> relacionada, por ejemplo, con la absorción/fusión de bancos o empresas<sup>168</sup>, a través de redes socia-

<sup>163</sup> *Ibid.*, pp. 148.

<sup>164</sup> *Ibid.* Cfr. GFMA/ICMA, The GFMA and ICMA Repo Market Study: Post-Crisis Reforms and the Evolution of the Repo and Broader SFT Markets. December 2018.

<sup>165</sup> Vid. cdo. 5 del MiCA: «Existe el riesgo de que los usuarios desconfíen de esos activos, lo que podría obstaculizar considerablemente el desarrollo de un mercado de criptoactivos y comportar la pérdida de oportunidades en lo que se refiere a servicios digitales innovadores de instrumentos de pago alternativos o nuevas fuentes de financiación para la empresas de la Unión». L 150/41. Cfr. cdo. 6 del MiCA: «El marco de la Unión para los mercados de criptoactivos no ha de regular la tecnología subyacente. La legislación de la Unión debe evitar la imposición de cargas innecesarias y desproporcionadas sobre el uso de la tecnología, ya que la Unión y los Estados miembros tratan de mantener su competitividad en un mercado global». L 150/41. Cfr. Feijóo Sánchez, B., *Los delitos de manipulación del precio de cotización de un instrumento financiero del Art. 284 CP, op. cit.*, p. 18.

<sup>166</sup> Vid. Feijoo Sánchez, B., *Los delitos de manipulación del precio de cotización de un instrumento financiero del Art. 284 CP, op. cit.*, p. 18.

<sup>167</sup> Vid. Scmeling, M., Schrimpf, A. y Todorov, K.: «Crask risk in crypto markets and liquidations of futures positions are closely linked to, and partly predictable, by crypto carry [...] one of the most salient features of crypto markets over the past years, namely rapid prices booms followed by large busts, seem to be linked to the drivers of the crypto convenience yields. These drivers are investor attention and momentum trading by smaller investors, versus limited deployment of arbitrage capital by large and presumably more sophisticated investors». *Crypto carry*. BIS Working Papers n.º 1087. April 2023, p. 25.

<sup>168</sup> Vid. Hopt, K. J. y Kumpan, C., *Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A. Unternehmenskäufe und übernahmeangebote und Marktmissbrauchsverordnung (MAR)*. Max Planck Institute for Comparative

les<sup>169</sup>, puede ser constitutiva de abuso de mercado con sanciones penales o administrativas? La pregunta se formula en relación con la investigación realizada por Baierlacher<sup>170</sup> en el índice bursátil STOXX Europe 600 (referencia de los ETF) entre enero de 2019 y junio de 2023.

El considerando 96 del MiCA dice:

Debe reforzarse la seguridad jurídica de los participantes en el mercado de criptoactivos mediante una caracterización de dos elementos esenciales de la definición de información privilegiada, a saber, la naturaleza exacta de dicha información y la importancia de su incidencia potencial en los precios de los criptoactivos. Esos elementos también deben tenerse en cuenta para prevenir el abuso de mercado en el contexto de los mercados de criptoactivos y su funcionamiento, teniendo en cuenta, por ejemplo, el uso de las redes sociales<sup>171</sup>.

Y el artículo 91 del MiCA sobre prohibición de manipulación de mercado:

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 uno o varios criptoactivos, o garantizando o pudiendo así garantizar en un nivel anormal o artificial el precio de uno o varios criptoactivos, incluida la difusión de rumores, cuando el autor de la difusión sepa o debiera saber que la información era falsa o engañosa.

3. Se considerarán manipulación de mercado, entre otras, las siguientes conductas: b) dar órdenes a una plataforma de negociación de criptoactivos, incluida cualquier cancelación o modificación de las mismas, por cualquier medio de comunicación disponible, cuando ello tenga alguno de los efectos a que se refiere el apartado 2, letra a) al: iii) crear una señal falsa o engañosa sobre la oferta, la demanda o el precio de un criptoactivo, en particular mediante la emisión de órdenes para iniciar o exacerbar una tendencia o la realización de cualquier actividad que pueda tener ese efecto; c) aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios

---

and International Private Law. Research Paper Series. N.º 18/9. Hamburg. 23.07.18. <https://ssrn.com/abstract=3225688>. Cfr. Akdo'Gu, E. y Aziz Simsia, S., *Are blockchains and cryptocurrency M&A harder to close?* Finance Research Letters. Vol. 52, March 2023, 103500. Cfr. De Martino, F. (2020). Blockchain M&A: The Next Lint in Chain. *Stanford Journal of Blockchain Law&Policy*, 4, 122-144.

<sup>169</sup> Vid. Baierlacher, M. et al.: «X (Twitter), Instagram or Reddit and forum posts on finance blogs (e.g. Seekingalpha.com or Finanz.net)», *Social media sentiment impact on EU equity prices*. ESMA TRV Risk Analysis. 3 April 2024, p. 5. ESMA 50-524821-3157.

<sup>170</sup> *Ibid.*

<sup>171</sup> L 150/57.

de comunicación tradicionales o electrónicos para exponer una opinión sobre un criptoactivo después de haber tomado posiciones en dicho criptoactivo y beneficiarse seguidamente de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho criptoactivo, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de intereses al público de manera adecuada y efectiva<sup>172</sup>.

Si se compara este artículo 91, *Prohibición de manipulación de mercado*, del MiCA, por un lado, con MADII/MAR, MiFIDII/MiFIR y la LMVSE –normas primarias–, y, por otro, con el artículo 284.1.2.º del CP, *Manipulaciones informativas* –norma secundaria–, existen importantes diferencias tanto cualitativas como cuantitativas. El artículo 284.1.2.º del CP dice:

Por sí, de manera directa o indirecta a través de un medio de comunicación, por medio de internet o mediante el uso de tecnologías de la información y la comunicación, o por cualquier otro medio, difundieren noticias o rumores o transmitieren señales falsas o engañosas sobre personas o empresas, ofreciendo a sabiendas datos económicos total o parcialmente falsos con el fin de alterar o preservar el precio de cotización de un instrumento financiero o un contrato de contado sobre materias primas relacionado o de manipular el cálculo de un índice de referencia, cuando obtuvieran, para sí o para tercero, un beneficio, siempre que concurra alguna de las siguientes circunstancias: a) que dicho beneficio fuera superior a doscientos cincuenta mil euros o se causara in perjuicio de idéntica cantidad; b) que el importe de los fondos empleados fuera superior a dos millones de euros, c) que se causara un grave impacto en la integridad del mercado.

En primer lugar, parafraseando a Feijóo Sánchez (2019, pp. 16-17), «informar sobre sospechas de abuso de mercado», según el considerando 110<sup>173</sup> del MiCA, no es típico en todos los casos (p. ej., *shadow rating*, «sanción administrativa»)<sup>174</sup>. La acción de «difusión por cualquier medio de información falsa (sean noticias o bien rumores)» no «supone

<sup>172</sup> L 150/142-43.

<sup>173</sup> L 150/59-60.

<sup>174</sup> *Vid.* Decisions given by the Board of Appeal of the European Supervisory Authorities under Article 60.4 (EU) No 1095/2010 and the Board of Appeal's Rules of Procedure (BOA 2012 002) in Appeals by Svenka Handelsbanken AB [Apellant], Skandinaviska Enskilda Banken AB [Apellant], Swedbank AB [Apellant], Nordea Bank Abp [Apellant], [together «the Apellants»], against decisions of The European Securities and Markets Authority [ESMA] [Respondent]. Decisions Ref: BoA-D-2019-01. BOA-D-2019.01. BOA-D-2019-02. BOA-D-2019-03. BOA-D-2019-04. Frankfurt a. M. 27 February 2019. *Cfr.* Gelinás, N., *Finance's Lengthening Shadow*. 2018. *Cfr.* Pirrong, C., *The Economics of Commodity Market Manipulation. A Survey*. Bauer College of Business. University of Houston. February 11, 2017. *Cfr.* Green, S., *Mentir. Hacer trampas y apropiarse de lo ajeno. Una teoría moral de los delitos de cuello blanco*. Traducción de José Ramón Agustina Sanllehí, Miriam Amorós Bas e Íñigo Ortiz de Urbina Gimeno. Marcial Pons. 2013.

una perturbación de la integridad y la eficiencia del mercado»<sup>175</sup>, *per se*. En segundo lugar, según mi opinión, el término abstracto de «integridad del mercado» –concepto jurídico indeterminado cuya vaguedad e inseguridad jurídica aumenta con la tecnología del registro distribuido y de la cadena de bloques–<sup>176</sup> (del que discrepo con Feijóo Sánchez) es soslayado en los apartados mencionados del artículo 91 del MiCA, comportando un cambio de paradigma en la manipulación del mercado diseñada por el legislador europeo en MADII/MAR y MiFIDII/MiFIR, según reconoce un sector doctrinal<sup>177</sup>. Máxime si, por ejemplo, los CASP (*crypto asset service providers*) pueden ser objeto de reiteradas conductas de manipulación de mercado (desde el *front running*<sup>178</sup>, mediante órdenes realizadas a través del mercado minorista, el *momentum pricing*<sup>179</sup> y el *wash trading* en los nuevos mercados *non-fungible token* (NFT)<sup>180</sup>, que en teoría afectarían a la «integridad del mercado»<sup>181</sup>. Asimismo, este concepto jurídico indeterminado no consta en la imposición de multas del capítulo 3 (Sanciones administrativas y otras medidas de las autoridades competentes)<sup>182</sup>, ni en el artículo 111 (Sanciones y otras medidas administrativas)<sup>183</sup> del MiCA.

El Código Penal, en el mencionado artículo 284.1.2.º, al concepto de «integridad del mercado»<sup>184</sup> le precede la frase en la letra c) «que se causara un grave impacto». Según Feijóo Sánchez (2019):

se entiende siempre que existe un grave impacto en la integridad del mercado cuando a) el beneficio es superior a los 250.000 euros y b) la manipulación ha ido

<sup>175</sup> Vid. Feijóo Sánchez, B., *Los delitos de manipulación del precio de cotización de un instrumento financiero... op. cit.*, pp. 16-17.

<sup>176</sup> Vid. ARK 21 Shares Bitcoin, *op. cit.* Cfr. Platt, M. y McBurney, P. *Sybil in the Haystack*, *op. cit.* Cfr. Bains, P., *Blockchain Consensus Mechanisms*, *op. cit.*, p. 6.

<sup>177</sup> Vid. Chone, A., Benetti, Z. y Giuglini, F., *Decentralised Finance in the EU*, *op. cit.*

<sup>178</sup> Vid. ARK 21 Shares Bitcoin ETF, *op. cit.*, p. 21.

<sup>179</sup> *Ibid.*

<sup>180</sup> *Ibid.* Cfr. Cong, W., Li, X., Tang, K. y Yang, Y., *Crypto Wash Trading*, *op. cit.*, p. 29. Cfr. Sun, L. W. W. *et al.*, *A Non-Fungible Token and Blockchain - Based Cotton Lint Traceability Solution*. *Appl. Sci.* 20 January 2024. 14, 1610.

<sup>181</sup> Vid. Guagliano, C. y Kern, S., *Crypto-assets and their risks for financial stability*, *op. cit.*, p. 12. Cfr. Cong, W., Li, X., Tang, K. y Yang, Y., *Crypto Wash Trading*. July 2023.

<sup>182</sup> L 150/157.

<sup>183</sup> *Ibid.* «Los Estados miembros podrán decidir no establecer normas relativas a las sanciones administrativas cuando las infracciones señaladas en el párrafo primero, letras a), b) c), o e) ya estuvieran sujetas a sanciones penales en su Derecho nacional a más tardar el 30 de junio de 2024. En este caso, los Estados miembros comunicarán a la Comisión, a la AEVM y a la ABE, en detalle, las disposiciones pertinentes de su Derecho penal».

<sup>184</sup> Respecto al concepto de «integridad del mercado» en los mercados financieros, *vid.* Castillo García, M., *Mercados financieros sostenibles (I) y (II)*, *op. cit.*

acompañada de un empleo de fondos superiores a los dos millones de euro. Pero el grave impacto podría obedecer también a otras razones como, por ejemplo, el nivel de alteración del precio de cotización es significativo y el volumen de los instrumentos financieros sea elevado (pp. 16-17).

Si esta tesis se intenta adaptar al MiCA, se añade un problema adicional: cuáles son los criptoactivos que pueden calificarse como instrumentos financieros según la norma primaria, LMVSE, relacionada directamente con MiFIDII/MiFIR<sup>185</sup> y MADII/MAR, a efectos penales, según la norma secundaria. Una vez que la clase de criptoactivos a enjuiciar sea calificada como instrumentos financieros (p. ej., los derivados, según la MiFIDII y el MAR)<sup>186</sup>, si el autor difunde información a través de redes sociales transmitiendo señales falsas o engañosas sobre el precio de los criptoactivos con objeto de no garantizarlo en un nivel anormal o artificial, en mi opinión, la conducta es atípica según el artículo 284.1.2.º del CP, relacionado con el artículo 91 del MiCA. En caso contrario, y desde los requisitos subjetivos, la conducta del autor «debe abarcar estos elementos al menos con dolo eventual, salvo la falsedad –que debe ser conocida sin dudas relevantes– y actuar con un elemento subjetivo específico del injusto adicional al dolo, consistente en la finalidad de alterar o preservar el precio de cotización»<sup>187</sup>.

## 6. Conclusión

La implementación de la tecnología de registro distribuido (TRD) y de la de cadena de bloques por el legislador europeo y estatal en los mercados de criptoactivos mediante el Reglamento (UE) 2023/1114, de 31 de mayo de 2023, puede causar inseguridad jurídica en general (empresas y sistemas financieros nacionales). Y, en el derecho penal bursátil, en particular, ante la ausencia, por un lado, de un concepto actualizado y diáfano de integridad de mercado por nuevas prácticas ilícitas emergentes (p. ej., *antibleed backdoor*, *cancer nodes*, *51 percent attack*, *Sybil attack*...) asociado a la manipulación, con tendencia a

<sup>185</sup> Vid. ESMA. Consultation paper on the draft guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, p. 2, *op. cit.* Cfr. Ross, V., Letter to EU institutions on DLT Pilot Regime Implementation, p. 3 y ss. Cfr. ESMA, Final Report. Draft technical standards specifying certain requirements of the markets in Crypto assets Regulation (MiCA) - first package. 25 March 2024. ESMA18-723302276-1634.

<sup>186</sup> Vid. cdo. 97: «Los derivados que se consideren instrumentos financieros, tal como se definen en la Directiva 2014/65/UE, y cuyo activo subyacente sea un criptoactivo están sujetos al Reglamento (UE) n.º 596/2014 cuando se negocien en un mercado regulado, un sistema multilateral de negociación o un sistema organizado de contratación. Los criptoactivos incluidos en el presente Reglamento que sean activos subyacentes de dichos derivados han de estar sujetos a las disposiciones sobre el abuso de mercado del presente Reglamento». L 150/57.

<sup>187</sup> Vid. Feijóo Sánchez, B., *Los delitos de manipulación del precio de cotización de un instrumento financiero*, *op. cit.*, pp. 16-17.

la concentración, monopolio y oligopolio. Y, por otro, de una conferencia mundial al estilo de Bretton Woods que establezca una moneda global de diseño Keynesian con cámaras de compensación bancaria<sup>188</sup>. Las nuevas actividades empresariales y modelo de negocio requieren de los legisladores (comunitario y estatal) y de las autoridades supervisoras claridad en las reglas de juego. Es necesario abordar el debate normativo sobre la posible intervención penal en el abuso de mercado (*ultima ratio*) –al margen del delito de blanqueo de capitales y de la estafa informática– desde otros sectores del ordenamiento, con preferencia del civil-mercantil (reparación de la víctima) y del contencioso-administrativo (sanciones).

## Referencias bibliográficas

Diamantis, M. H. (2020). The Light Touch of Caveat Emptor in Crypto's Wild West. *Iowa Law Review*, 104(113).

Feijóo Sánchez, B. (2013). Imputación objetiva en el Derecho penal económico: el alcance del riesgo permitido. Reflexiones sobre la conducta típica en el Derecho penal del mercado de valores e instrumentos financieros y de la corrupción entre particulares. En J. M.<sup>a</sup> Silva Sánchez y F. Miró Llinares (Dir.), *La Teoría del Delito en la Práctica Penal Económica*. La Ley.

Feijóo Sánchez, B. (2019). Los delitos de manipulación del precio de cotización de un instrumento financiero del art. 284 CP

tras la LO 1/2019: retos dogmáticos frente a un desatino legislativo. *La Ley Penal*. Wolters Kluwer, 138.

García Arán, M. (1992-1993). Remisiones normativas, leyes penales en blanco y estructura de la norma penal. *Estudios Penales y Criminológicos*, 16, 69.

Paredes Castañón, J. M. (2014). Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios en los mercados de valores. En E. Demetrio Crespo (Dir.) y M. Maroto Calatayud (Coord.), *Crisis Financiera y Derecho Penal Económico*. Edisofer-Editorial BdeF.

<sup>188</sup> Vid. Kregel, J. y Savona, P., *The impact of technological innovations on money and financial markets*, op. cit., pp. 8-9.

**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>