

GUÍA DE CRIPTOACTIVOS MiCA

AGUSTÍN MADRID PARRA
CARMEN PASTOR SEMPERE
Directores

MARÍA JESÚS BLANCO SÁNCHEZ
ANA CEDIEL
Coordinadores

GUÍA DE CRIPTOACTIVOS MiCA

THOMSON REUTERS

ARANZADI

Primera edición, 2021



THOMSON REUTERS PROVIEW™ eBOOKS

Incluye versión en digital

El editor no se hace responsable de las opiniones recogidas, comentarios y manifestaciones vertidas por los autores. La presente obra recoge exclusivamente la opinión de su autor como manifestación de su derecho de libertad de expresión.

La Editorial se opone expresamente a que cualquiera de las páginas de esta obra o partes de ella sean utilizadas para la realización de resúmenes de prensa.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Dirijase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra (www.conlicencia.com; 91 702 19 70 / 93 272 04 45).

Por tanto, este libro no podrá ser reproducido total o parcialmente, ni transmitirse por procedimientos electrónicos, mecánicos, magnéticos o por sistemas de almacenamiento y recuperación informáticos o cualquier otro medio, quedando prohibidos su préstamo, alquiler o cualquier otra forma de cesión de uso del ejemplar, sin el permiso previo, por escrito, del titular o titulares del copyright.

Thomson Reuters y el logotipo de Thomson Reuters son marcas de Thomson Reuters.

Aranzadi es una marca de Thomson Reuters (Legal) Limited.

© 2021 [Thomson Reuters (Legal) Limited / Agustín Madrid Parra, Carmen Pastor Sempere (Dirs.) y María Jesús Blanco Sánchez, Ana Cediél (Coords.)]

© Portada: Thomson Reuters (Legal) Limited

Editorial Aranzadi, S.A.U.
Camino de Galar, 15
31190 Cizur Menor (Navarra)
ISBN: 978-84-1346-274-5
DL NA 668-2021

Printed in Spain. Impreso en España

Fotocomposición: Editorial Aranzadi, S.A.U.
Impresión: Rodona Industria Gráfica, SL
Polígono Agustinos, Calle A, Nave D-11
31013 – Pamplona

Índice General

Página

PRÓLOGO A LA OBRA GUÍA MiCA	19
-----------------------------------	----

MECANISMOS DE PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR EN LA PROPUESTA DE REGLAMENTO RELATIVO A LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS	25
---	-----------

ANA ISABEL LOIS CABALLÉ

I. Introducción. El consumidor de criptoactivos	26
1. <i>El concepto de consumidor de criptoactivos y el de inversor cualificado</i>	<i>27</i>
II. La emisión de criptoactivos y su admisión a negociación en una plataforma de negociación de criptoactivos	31
1. <i>Emisión y admisión a negociación de fichas de servicio</i>	<i>32</i>
2. <i>Emisión y admisión a negociación de fichas referenciadas a activos</i>	<i>33</i>
3. <i>Emisión y admisión a negociación de fichas de dinero electrónico ...</i>	<i>34</i>
III. Canje de criptoactivos	35
IV. Custodia de criptoactivos	36
1. <i>Custodia de fichas de servicio</i>	<i>38</i>
2. <i>Custodia de fichas referenciadas a activos</i>	<i>38</i>
3. <i>Custodia de fichas de dinero electrónico</i>	<i>39</i>

ÁMBITO DE APLICACIÓN Y CONCEPTOS ESENCIALES DE LA PROPUESTA DE REGLAMENTO RELATIVO A LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS: LA NOCIÓN DE CRIPTOACTIVO Y SUS SUBCATEGORÍAS (ARTS. 2 Y 3) ...	41
--	-----------

APOL·LÒNIA MARTÍNEZ NADAL

I. Introducción	42
------------------------------	-----------

	<u>Página</u>
II. Ámbito de aplicación (art. 2)	43
1. <i>Ámbito de aplicación subjetivo y territorial</i>	43
2. <i>Ámbito de aplicación material</i>	44
3. <i>Exclusiones</i>	48
3.1. <i>Exclusiones de determinados criptoactivos</i>	48
3.2. <i>Exclusiones (totales o parciales) de determinadas entidades</i>	50
III. Conceptos esenciales: la noción de criptoactivo en la propuesta de Reglamento y sus subcategorías (art. 3)	51
1. <i>“Tecnología de registro descentralizado” o “TRD”</i>	52
2. <i>“Criptoactivo”</i>	52
3. <i>“Ficha referenciada a activos”</i>	54
4. <i>“Ficha de dinero electrónico”</i>	56
5. <i>“Ficha de servicio”</i>	59
IV. Conclusiones	60
V. Bibliografía	61
 CRIPTOACTIVO, OFERTA Y ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN	 63
ANA FELICITAS MUÑOZ PÉREZ	
I. Consideraciones previas: “criptoactivo” en el TII MiCAs	64
1. <i>Dificultades para delimitar la noción “criptoactivo”</i>	64
2. <i>La “ficha de servicios”</i>	66
3. <i>Otros cripto-bienes, criptoactivos o activos virtuales distintas de “las fichas referenciadas a activos” y “las fichas de dinero electrónico”</i>	67
3.1. <i>Consideraciones previas</i>	67
3.2. <i>Las “monedas virtuales” según las recomendaciones GAFI</i>	68
II. Contenido de la regulación. Régimen de la “oferta de cripto-activos” y “admisión a las plataformas de negociación”	72
1. <i>Régimen de control y ofertas libres</i>	72

	<u>Página</u>
2. <i>Requisitos generales de toda oferta de criptoactivos</i>	73
2.1. La “personalidad jurídica” del oferente	74
2.2. Requisitos formales: El “Libro blanco”	75
2.3. Obligaciones del oferente (art. 13)	76
3. <i>Régimen de exenciones formales (artículo 4.2)</i>	77
3.1. Ofertas gratuitas	77
3.2. Criptoactivos creados en operación de minería ...	77
3.3. Criptoactivos únicos no fungibles	78
3.4. Oferta bajo umbrales determinados	80
III. Bibliografía	82
LAS FICHAS DE SERVICIO (UTILITY TOKENS) EN EL MERCADO DE LOS CRIPTOACTIVOS	85
ALFONSO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS	
RAFAEL DEL CASTILLO IONOV	
I. El inicio de la era de los criptoactivos	86
II. De aquellos polvos, estos lodos: el Reglamento MiCA, como marco jurídico para los criptoactivos que no son instrumentos financieros	89
III. El régimen jurídico de las fichas de servicio (utility tokens)	90
IV. Conclusiones	94
TOKENIZACIÓN DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES SOCIALES	97
RAFAEL FERRER MOLINA	
I. Introduccion: tokenización de activos	98
1. <i>Concepto de token</i>	98
2. <i>Objeto de la tokenización</i>	98
3. <i>Tokenización de derechos personales</i>	98
4. <i>Blockchains notariales</i>	100
5. <i>Tokenización de derechos reales</i>	101
6. <i>Posibles supuestos de tokenización de derechos reales</i>	103

	<u>Página</u>
II. Tokenización de acciones y participaciones sociales	104
1. <i>Introducción</i>	104
2. <i>Indivisibilidad de la acción o participación social</i>	105
3. <i>Naturaleza jurídica de la acción y de la participación social</i>	105
4. <i>Tokenización de participaciones sociales y acciones no impresas ni emitidas</i>	106
5. <i>Tokenización de acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta</i>	107
6. <i>Tokenización de acciones representadas mediante títulos nominativos</i>	107
7. <i>Tokenización de acciones representadas mediante títulos al portador</i>	108
III. Bibliografía	109

TOKENIZACIÓN DE ACTIVOS FÍSICOS. TOKENIZACIÓN INMOBILIARIA Y MOBILIARIA 111

JIMENA CAMPUZANO GÓMEZ-ACEBO

JESÚS SIEIRA GIL

I. Introducción a la tokenización inmobiliaria y mobiliaria ...	112
II. Definición y clasificación jurídica de los tokens	114
1. <i>Concepto de token y tokenización de activos físicos</i>	114
2. <i>Clasificación jurídica de los tokens</i>	115
III. La creación jurídica del token inmobiliario	118
IV. El desplazamiento o <i>traditio</i> digital del token inmobiliario	121
V. Inscripción en el Registro de la Propiedad: control de legalidad y transparencia	123
VI. Naturaleza jurídica, características y regulación del token inmobiliario	125
1. <i>El token inmobiliario es una representación digital de un derecho, no tiene la consideración de título valor ni de valor negociable</i>	125
2. <i>Características técnicas y contenido del token inmobiliario</i> ...	128
3. <i>Regulación de los tokens</i>	129

	<u>Página</u>
VII. Tipos de tokens inmobiliarios según el derecho real representado	131
VIII. Figuras diferentes a la tokenización de activos	133
IX. Tokenización de bienes muebles	135
X. Referencias bibliográficas	136
CRIPTOACTIVO COMO APORTACIÓN IN NATURA EN LAS SOCIEDADES MERCANTILES	139
MARIA STELLA RESTA	
I. Criptoactivos y financiación de las PYMES	141
1. <i>Criptoactivos y fichas en la propuesta de Reglamento MiCA: problemas y debilidades relacionadas con la armonización normativa del sector</i>	141
2. <i>La financiación de las empresas a través de la emisión de ICOs (ofertas iniciales de criptomonedas): las fichas bajo la lente del legislador europeo</i>	143
II. Fichas y normas en materia de aportaciones en las sociedades mercantiles	146
1. <i>Las aportaciones de fichas como aportaciones in natura “atípicas”: consideración como capital social de fichas (que no sean fichas referenciadas a activos o de dinero electrónico)</i> ...	146
2. <i>Las soluciones brindadas por la jurisprudencia italiana. Consideraciones críticas</i>	151
III. Conclusión	153
IV. Bibliografía	155
FICHAS CON REFERENCIAS A ACTIVOS (STABLECOIN)	157
CARMEN PASTOR SEMPERE	
I. Introducción	159
II. Fichas referenciadas a activos (FRA): delimitación conceptual y clases	160
III. Función de medio de pago	164
1. <i>Criptoactivos TDR On-chain y tecnología bancaria Off-chain</i>	164

	<u>Página</u>
2. Servicio de cambio de FRA por moneda fiduciaria realizado por proveedores de servicios de criptoactivos	167
3. Pagos entre pares o P2P	171
IV. Reserva de actividad, autorización de emisores de fichas referenciadas a activos y emisores significativos	174
1. Reserva de actividad	174
2. Autorización a Emisores significativos y FRA significativas	176
V. Especiales normas de protección de consumidores e integridad del mercado	179
1. Marco general	179
2. Protección de consumidores	179
2.1. Reconocimiento o no de un crédito directo frente al emisor o de derechos de reembolso	180
2.2. Garantía de estabilidad y liquidez	181
2.3. Custodia e inversión de los activos de reserva en activos seguros y de bajo riesgo	182
3. Protección de la integridad del mercado	184
VI. Conclusiones	185
VII. Bibliografía	186
 RÉGIMEN DE INFORMACIÓN Y TRANSPARENCIA: EL LIBRO BLANCO DE CRIPTOACTIVOS	 189
M. ^a TERESA OTERO COBOS	
I. Consideraciones previas	190
II. Tratamiento de la información y transparencia en la emisión de criptoactivos	191
III. Elaboración del libro blanco	194
1. Sujetos obligados	194
2. Contenido y forma	195
3. Especialidades según la categoría de criptoactivo	198
3.1. Oferta pública de criptoactivos distintos a los tokens referenciados a activos y e-money tokens	198

	<u>Página</u>
3.2. Emisores de tokens referenciados a activos	199
3.3. Emisores de tokens de dinero electrónico	200
IV. Comunicaciones publicitarias	200
V. Régimen de responsabilidad	202
VI. Bibliografía	204
 CONFLICTO DE INTERESES Y LA BUENA GOBERNANZA EN LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS	 205
VANESSA MARTÍ MOYA	
I. Artículo 28. Prevención, detección, gestión y comunicación de los conflictos de intereses	206
II. Artículo 29. Información a las autoridades competentes ...	209
III. Artículo 30. Sistema de gobernanza	211
IV. El desarrollo reglamentario por parte de la ABE	215
V. El incumplimiento de las normas sobre el conflicto de intereses y la buena gobernanza	216
VI. Bibliografía	217
 FICHAS DE DINERO ELECTRÓNICO. DEL DINERO ELEC- TRÓNICO AL “VIEJO” DINERO DIGITAL	 219
AGUSTÍN MADRID PARRA	
I. Introducción	220
II. Concepto de ficha de dinero electrónico	221
III. Autorización de emisores de fichas de dinero electrónico	225
IV. Emisión y reembolsabilidad	229
V. Prohibición del devengo de intereses	231
VI. Libro blanco de emisión	231
VII. Responsabilidad de los emisores	234
VIII. Comunicaciones publicitarias	235
IX. Inversión de los fondos recibidos por los emisores	236

	<u>Página</u>
X. Fichas significativas de dinero electrónico	236
1. <i>Clasificación como fichas significativas de dinero electrónico</i>	237
2. <i>Clasificación voluntaria como fichas significativas de dinero electrónico</i>	238
3. <i>Obligaciones adicionales específicas de los emisores de fichas significativas de dinero electrónico</i>	239
XI. Conclusión	242
XII. Bibliografía	243

AUTORIZACIÓN DE LOS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE CRIPTOACTIVOS. TÍTULO V. CAPÍTULO 1 245

LUCÍA ALVARADO HERRERA

I. Autorización	246
1. <i>Solicitud de autorización</i>	248
2. <i>Evaluación de la solicitud. Concesión o denegación de la autorización</i>	251
3. <i>Entidades exoneradas de solicitar autorización</i>	252
4. <i>Ampliación de la autorización</i>	254
5. <i>Revocación de la autorización</i>	254
6. <i>Régimen transitorio</i>	257
II. El registro de proveedores de servicios de criptoactivos	257
III. Prestación transfronteriza de servicios de criptoactivos	258
IV. Bibliografía	259

MARCO NORMATIVO ARMONIZADO SOBRE LOS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE CRIPTOACTIVOS, REGLAS DE COMPORTAMIENTO DESTINADAS A PROTEGER AL CLIENTE Y REQUISITOS ORGANIZATIVOS 261

MARÍA-TERESA PARACAMPO

I. Introducción	262
II. Estructura del <i>framework</i> común para todos los proveedores de servicios de criptoactivos: aspectos generales	264

	<i>Página</i>
III. Sistema de protección de los clientes	265
1. <i>Reglas de comportamiento e información previa de carácter general</i>	265
2. <i>Criptoactivos comercializados a distancia</i>	267
3. <i>Conflictos de intereses y tramitación de reclamaciones</i>	268
4. <i>Guarda de los criptoactivos y fondos de los clientes</i>	270
5. <i>Requisitos prudenciales</i>	270
IV. Requisitos organizativos de los proveedores de servicios de criptoactivos	274
1. <i>Papel y responsabilidades del órgano de dirección</i>	274
2. <i>Externalización de los servicios y responsabilidades derivadas</i>	276
V. Consideraciones finales	278
 EJERCICIO DE LA ACTIVIDAD POR PRESTADORES DE SERVICIOS DE CRIPTOACTIVOS Y ADQUISICIÓN DE PROVEEDORES	 281
MARÍA JESÚS BLANCO SÁNCHEZ	
I. Contexto y objetivos en la regulación de criptoactivos	282
II. Visión global de la regulación de proveedores en MiCA ...	284
III. Régimen aplicable a la prestación de servicios y a la adquisición de proveedores	285
1. <i>Introducción</i>	285
2. <i>Régimen para la prestación de servicios específicos de criptoactivos</i>	286
2.1. <i>Servicio de custodia y administración de criptoactivos por cuenta de terceros</i>	286
2.2. <i>Servicio de gestión de plataformas</i>	287
2.3. <i>Servicio de intercambio de criptoactivos</i>	289
2.4. <i>Servicio de ejecución de órdenes relacionadas con criptoactivos</i>	289
2.5. <i>Colocación de criptoactivos</i>	290
2.6. <i>Recepción y transmisión de órdenes</i>	290

	<u>Página</u>
2.7. Servicio de asesoramiento sobre criptoactivos	290
3. Régimen aplicable a la adquisición de proveedores de servicios de criptoactivos	292
IV. Reflexiones finales	293
V. Bibliografía	294
EL ABUSO DE MERCADO EN LA PROPUESTA DE REGLAMENTO MiCA	297
MARINA ECHEBARRÍA SÁENZ	
I. Introducción: Abuso de mercado en la emisión y negociación de criptoactivos	298
II. El tratamiento de la información privilegiada	302
1. El deber de comunicación de la información privilegiada	304
2. Prohibición de operaciones con información privilegiada	306
3. Prohibición de comunicación de información privilegiada	307
III. El abuso de mercado	307
1. Prohibición de manipulación de mercado	308
2. Formas de manipulación de mercado	309
IV. Conclusiones críticas	311
V. Bibliografía	312
LAS NORMAS SOBRE SECRETO PROFESIONAL Y LA PROTECCIÓN DE DATOS DE CARÁCTER PERSONAL	315
MARÍA JOSÉ VAÑÓ VAÑÓ	
I. Las normas sobre el secreto profesional (art. 87)	316
II. Protección de datos de carácter personal (art. 88)	321
SUPERVISIÓN Y AUTORIDADES COMPETENTES EN EL PROYECTO DE REGLAMENTO RELATIVO A LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS – MiCA	327
JAUME MARTÍ MIRAVALLS	
I. Introducción	328

	<u>Página</u>
II. Autoridades competentes	330
III. Las facultades	331
IV. La cooperación entre autoridades	334
V. El régimen sancionador	335
VI. Supervisión de fichas significativas	337
1. <i>Los colegios de supervisores</i>	337
2. <i>Las facultades y competencias de la ABE</i>	338
VII. Conclusiones	341
VIII. Bibliografía	342
TRIBUTACIÓN DE LOS CRIPTOACTIVOS REGULADOS EN MiCA	345
ANA CEDIEL	
EMILIO PÉREZ POMBO	
I. Introducción	346
II. Relevancia tributaria de los criptoactivos IMiCA	347
1. <i>Cuestiones previas</i>	347
2. <i>Impuesto sobre el Valor Añadido</i>	349
3. <i>Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados</i>	350
4. <i>Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas</i>	352
5. <i>Impuesto sobre Sociedades</i>	353
6. <i>Impuesto sobre el Patrimonio y el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones</i>	356
III. Conclusiones	357
IV. Bibliografía	358
PRINCIPALES PROBLEMAS EN LA APLICACIÓN DE LOS TRIBUTOS EN MiCA	359
IGNACIO GONZÁLEZ GARCÍA	
I. Introducción	360
II. Determinación del régimen tributario de los criptoactivos ...	362

	<u>Página</u>
III. Control tributario de las operaciones con criptomonedas ...	363
1. <i>Actividad de minado</i>	363
2. <i>Actividades económicas asociadas al uso de criptomonedas</i> ...	364
IV. El control de los organizados para defraudar y delinquir ...	369
V. Control tributario de los criptoactivos	370
VI. Conclusiones	371
VII. Bibliografía	372

Thomson Reuters ProView. Guía de uso

Prólogo a la obra Guía MiCA

Se señala que quizá estamos ante una nueva revolución industrial que impulsada por medios digitales y tecnológicos, se está difundiendo a una velocidad sin precedentes gracias a los millones de usuarios interconectados en todo el mundo a través de Internet y de las nuevas tecnologías. Con la llamada “digitalización” podríamos estar a punto de asistir en Europa a la transformación del dinero, los bancos, los mercados y la operativa contractual.

La propuesta de Reglamento sobre Mercados de Criptoactivos conocida como MiCA resulta de suma importancia en el análisis del impacto que puede tener la tecnología en diferentes facetas del nuevo orden monetario, económico, y social que emerge en la denominada Cuarta Revolución Industrial y el papel crucial que “la buena Gobernanza de la tecnología” puede tener para el futuro desarrollo social y económico. Esta propuesta forma parte del paquete de Finanzas Digitales, un paquete de medidas para permitir y respaldar aún más el potencial de las finanzas digitales en términos de innovación y competencia al tiempo que se mitigan los riesgos. Está en consonancia con las prioridades de la Comisión para adaptar Europa a la era digital y construir una economía preparada para el futuro que funcione para las personas. El paquete de finanzas digitales publicado por el 24 de septiembre de 2020 incluye una nueva estrategia sobre finanzas digitales para el sector financiero de la UE con el objetivo de garantizar que la UE adopte la revolución digital y la impulse con empresas europeas innovadoras a la cabeza, poniendo los beneficios de las finanzas digitales a disposición de los consumidores europeos y empresas.

La aplicación del Reglamento MiCA prevista para 2024 tiene el objetivo de implantar un marco regulatorio único y enfocado sobre criptoactivos en todos los Estados miembros, que debería permitir a los proveedores de servicios de criptoactivos de la UE operar con mayor facilidad en todos los mercados de la UE, aunque bajo normas más estrictas e, indudablemente, este nuevo marco regulatorio busca que los consumidores de la UE tengan acceso a criptoactivos innovadores pero seguros sin comprometer la estabilidad del mercado. Por ello se pone especial énfasis en temas como la protección de los usuarios de criptografía, la necesidad de productos

de inversión más innovadores, así como con los riesgos regulatorios y financieros que conlleva un uso más amplio de activos potencialmente peligrosos como las monedas estables (conocidas como *Stablecoins*).

Además de esta propuesta, el paquete también incluye una propuesta para un régimen piloto sobre infraestructuras de mercado de tecnología de contabilidad distribuida (DLT) –o en términos generales Blockchain–, una propuesta de resiliencia operativa digital y una propuesta para aclarar o modificar determinadas normas relacionadas con los servicios financieros de la UE. En definitiva, su objetivo es garantizar que la legislación de la Unión en materia de servicios financieros se adapte a la era digital y contribuya a una economía preparada para el futuro que funcione para las personas, incluso permitiendo el uso de tecnologías innovadoras.

Ahora bien, lo realmente novedoso de MiCA es que da paso a una nueva dimensión tecnológica en el mercado financiero que va a permitir la transición al que llamamos en trabajos previos nuevo “capitalismo tecnológico”, capaz de unir la economía real (o productiva) con la financiera. El espacio que abre MiCA es a “la más absoluta innovación jurídica” dentro del paquete de finanzas digitales. Este marco profundizará la dimensión de gestión del riesgo digital con un código normativo único, la propuesta de Reglamento DORA también analizado en esta Guía. No está, por tanto, simplemente adaptando la anterior normativa financiera a una tecnología descentralizada para solucionar los problemas del sistema financiero. Se está cimentando un nuevo edificio resiliente y seguro, tanto desde el punto de vista jurídico como tecnológico.

MiCA es la respuesta a la pregunta correcta que formula la tecnología descentralizada Blockchain –(tecnología de registro descentralizado (TRD) en terminología MiCA–, es decir, ¿podemos democratizar la tecnología financiera y evitar que esta sea una barrera para la financiación de Pymes y consumidores? –o dicho de otro modo, ¿puede la tecnología transformar nuestros sistemas económicos y sociales para ser más resilientes a crisis futuras?– y se apoya en la regulación una nueva forma de transferencia y depósito de valor, llamada “criptoactivo” definido por MiCA como “representación digital de valor o derechos que puede transferirse y almacenarse electrónicamente, utilizando tecnología de contabilidad distribuida o tecnología similar”. Lo cual permite hacer líquidos activos con valor pero sin mercado. O digitalizar (“tokenizar”) cualquier activo real y utilizarlo como representación y/o respaldo de activos financieros.

Como se comprueba, *Blockchain* como sistema de *software* tiene diversos usos, pues puede ser también utilizado para almacenar datos de todo tipo, de forma inmutable, indeleble. *Blockchain* usa *tokens* o divisas

digitales como bien digital protegido criptográficamente y puede tener relación con algún bien físico, o activo en el mundo real (fuera de la cadena, denominado *Off-Chain*). La “tokenización”, en definitiva, permite la conversión de los derechos de propiedad de un activo en un “token” comercializable dentro de la cadena de bloques, convirtiéndolo en una infraestructura perfecta para la creación de mercados automatizados, – sectoriales o no–. No obstante, MiCA se detiene en el umbral del valor digital “nativo de la tecnología Blockchain”, en la que los Tokens no representan ni incorporan ningún derecho *off-chain* y en la que la unicidad es completa (nos referimos a los populares criptoactivos algorítmicos como bitcoin o algunos NFT –tokens no fungibles–). Si bien, la Tokenización también permite configurar, una nueva generación de documentos electrónicos que incorporan créditos, y garantías, confiables. Un paso más en la titulización de activos “anotados descentralizadamente”. En cierta forma como ya señaló el profesor Agustín Madrid Parra, “*La tecnología permite alcanzar, desarrollar, superar y ampliar las funciones y objetivos pre-existentes, pero con medios diferentes. El ordenamiento cuenta con recursos para facilitar jurídicamente tal fin (...)*”¹.

El lector quizá esté pensando en que acto seguido la Guía MiCA va a desgranar el impacto de MiCA en la industria de servicios financieros, fenómeno al que comúnmente se le denomina Fintech –productos, aplicaciones, procesos y modelos comerciales que han transformado la forma tradicional de proporcionar servicios bancarios y financieros– y el complejo equilibrio entre innovación y protección del mercado y de los consumidores. Pero no es así, o no solo es eso.

Descifrar el nuevo código MiCA es tanto como afirmar que supone un “nuevo lenguaje de programación” con el que se escribe un “nuevo sistema operativo financiero” al dictado de la compleja, rápida y cambiante disrupción e interacción entre las llamadas nuevas tecnologías: Inteligencia artificial (IA), Internet del valor (Blockchain), Internet de las cosas (IoT), y el llamado 5G (son las siglas utilizadas para referirse a la quinta generación de tecnologías de telefonía móvil). Como en su día lo fue la electricidad y su aplicación “escalable” (*scalable system*, en inglés), los grandes disruptores tecnológicos producen grandes revoluciones que transforman la anatomía del mercado y de la Sociedad. Pero escalabilidad también significa llegar al mercado, para, gráficamente, pasar “de la electricidad a la electrónica”. Al mismo tiempo, llegar al mercado implica usabilidad, es decir, que las nuevas aplicaciones de *trading* sean fáciles de utilizar y no requieran conocimientos especializados para la inversión en Bolsa, en

1. (2009) “Dinero electrónico: reflexiones sobre su calificación jurídica”, *RDBB*, núm. 116, octubre-diciembre, p. 31.

El abuso de mercado en la propuesta de Reglamento MiCA¹

Market Abuse in the MiCA Regulation Proposal

Título VI: Art. 76 a 80 de la Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937

MARINA ECHEBARRÍA SÁENZ

*Catedrática de Derecho Mercantil
Universidad de Valladolid*

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN: ABUSO DE MERCADO EN LA EMISIÓN Y NEGOCIACIÓN DE CRIPTOACTIVOS. II. EL TRATAMIENTO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA. 1. *El deber de comunicación de la información privilegiada*. 2. *Prohibición de operaciones*

1. Realizado en el marco de los Proyectos I+D+I:

Realizado en el marco del Proyecto I+D+I: “Dinero digital y nuevas redes de pagos. Aspectos jurídicos (DIDINET)” GVAICO 2020-194 financiado por la Conselleria de Innovación, Universidades, Ciencia y Sociedad Digital de la Generalitat Valenciana en el marco de la convocatoria de subvenciones del Programa para la promoción de la investigación científica, el desarrollo tecnológico y la innovación en la Comunitat Valenciana, en la categoría de grupos de investigación consolidables. Investigador Principal: Dra. Carmen Pastor Sempere.

“El impacto de la economía digital en el Derecho de la Competencia y la Distribución: del Big Data al Blockchain”, (RTI2018-094201-B-C22), del Ministerio de Ciencia, Innovación e Universidades

con información privilegiada. 3. Prohibición de comunicación de información privilegiada. III. EL ABUSO DE MERCADO. 1. Prohibición de manipulación de mercado. 2. Formas de manipulación de mercado. IV. CONCLUSIONES CRÍTICAS. V. BIBLIOGRAFÍA.

RESUMEN: Los art. 76 a 80 del MiCA promueven un régimen simplificado de control del uso de información privilegiada y de las posibles manipulaciones o abusos de mercado en el entorno de la emisión y negociación de criptoactivos. La tendencia a la asimilación e interpretación de dicho régimen con los antecedentes normativos existentes en el mercado financiero ordinario es difícilmente evitable, aunque la opción más coherente probablemente sea la de usar dichos referentes como mecanismo de actuación *ex post*, y no como requisitos *ex ante*.

PALABRAS CLAVE: Criptoactivos. Información privilegiada. Abuso de Mercado.

ABSTRACT: Articles 76 to 80 of MiCA proposal promote a simplified regime to control the use of Insider's information and possible manipulation or market abuses in the environment of the issuance and trading of crypto assets. Tendency to assimilation of the proposal with the regulatory background of the ordinary financial market is hardly avoidable, although the most coherent option is probably to use this references as an *ex post* mechanism and not as *ex ante* requirements.

KEYWORDS: Cryptoassets. Insider Information. Market Abuse.

I. INTRODUCCIÓN: ABUSO DE MERCADO EN LA EMISIÓN Y NEGOCIACIÓN DE CRIPTOACTIVOS

Los artículos 76 a 80, título VI de la propuesta de reglamento MiCA constituyen la aplicación de la normativa básica de abuso de mercado al incipiente régimen de emisión y negociación de criptoactivos, en lo que se pretende que termine siendo un mercado paralelo o “side market”. El objetivo de las normas es el de garantizar la integridad del incipiente mercado de criptoactivos de la Unión, así como el de ofrecer garantías y seguridad a los potenciales inversores o usuarios de dichos criptoactivos².

2. Sobre la necesidad de la integridad del mercado frente a abuso de información privilegiada, sigue siendo básica la obra de BAIMBRIDGE, S. M., *The Law and Economics of Insider Trading: a Comprehensive Premier*, 2001, Los Ángeles, California University, Working Paper Series. En España, MARTÍNEZ FLÓREZ, A., *Los fundamentos de la prohibición del abuso de mercado*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2019. Aplicado a los

La propuesta extiende su mandato a toda persona relacionada con la emisión, prestación de servicios o negociación de criptoactivos (art. 76), lo que supone un sometimiento general de cualquier persona física o jurídica relacionada, incluidos los custodios o depositarios, los técnicos garantes de los mecanismos de negociación, los miembros de los comités de supervisión, etc.

MiCA en los art. 76 a 80 reproduce en buena medida una regulación simplificada del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, modificado por R. 2019/2115³. Sin embargo, los emisores de criptoactivos y los proveedores de servicios de criptoactivos con frecuencia son Pymes, por lo que, en consonancia con la Comunicación de la Comisión de 25 de junio de 2008 relativa a la iniciativa en favor de las pequeñas empresas europeas “Small Business Act”, y siguiendo las indicaciones del informe sobre estrategia para las finanzas digitales⁴, probablemente sería desproporcionado aplicarles miméticamente todas las disposiciones del R. 596/2014 y sus múltiples reglamentos de ejecución. MiCA sigue un sistema similar al del control establecido para los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y sistemas organizados de contratación (SOC), incluidos los mecanismos de cautela sobre precios de activos que dependen de operaciones realizadas en sistemas (OTC) o mercados no organizados. El problema es que conforme al art. 82 MiCA, fuera de la emisión de criptoactivos significativos, las autoridades de supervisión europeas encomiendan a los supervisores Estatales, con los que se coordinan ex art. 83, la supervisión de los art 79 a 80 y sus modos de ejecución, por lo que no sabemos cuántos o cuáles de los Reglamentos de ejecución del R. 596/2014 y 2019/2115 serán de aplicación necesaria a los criptoactivos⁵. O peor aún, si las diversas autoridades estatales

criptoactivos interesan las consideraciones del G7 WORKING GROUP. *Investigating the impact of Global Stablecoins*, october 2019. EBA. *Crypto Assets, Implications for financial stability, monetary policy and payments and market infrastructures*, ECB Crypto assets task force, Occasional Papers Series, n.º 223, may 2019.

3. 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 (DO L 173 de 12.6.2014, p. 1). Modificado por Reglamento (UE) 2019/2115, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, en vigor desde 1 enero 2021.
Desarrollo en los artículos 81 a 83 quater de la Ley del Mercado de Valores (LMV).
4. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones sobre una Estrategia de Finanzas Digitales para la UE, COM(2020) 591, de 23 de septiembre de 2020.
5. En concreto, queda por definir, en virtud del art. 82, si considerará aplicable para el correcto cumplimiento de esta sección, y con qué extensión, los mandatos contenidos

en los diversos Reglamentos de ejecución del R. 596/2014, y en concreto: El Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1055 de la Comisión, de 29 de junio de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las modalidades técnicas de la difusión pública adecuada de información privilegiada y del retraso de la difusión pública de información privilegiada de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. Reglamento de Ejecución (UE) 2016/959 de la Comisión, de 17 de mayo de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las prospecciones de mercado en lo que respecta a los sistemas y las plantillas de notificación que deberán utilizar los participantes del mercado que comunican información y al formato de los registros de conformidad con el Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. Reglamento Delegado (UE) 2016/958 de la Comisión, de 9 de marzo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a las medidas técnicas aplicables a la presentación objetiva de las recomendaciones de inversión o información de otro tipo en las que se recomienda o sugiera una estrategia de inversión y a la comunicación de intereses particulares o indicaciones de conflictos de interés. Reglamento Delegado (UE) 2016/957 de la Comisión, de 9 de marzo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación aplicables a los mecanismos, sistemas y procedimientos apropiados, así como a las plantillas de notificación, que deben utilizarse para prevenir, detectar y notificar prácticas abusivas u órdenes u operaciones sospechosas. El Reglamento Delegado (UE) 2016/909 de la Comisión, de 1 de marzo de 2016, por el que se completa el Reglamento Delegado (UE) 596/2015 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas al contenido de las notificaciones que deben presentarse a las autoridades competentes, y a la compilación, publicación y mantenimiento de la lista de notificaciones. Reglamento Delegado (UE) 2016/960 de la Comisión, de 17 de mayo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a las disposiciones, los sistemas y los procedimientos adecuados de realización de prospecciones de mercado por parte de los participantes del mercado que comunican información. Reglamento Delegado (UE) 2016/908 de la Comisión, de 26 de febrero de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación sobre los criterios, el procedimiento y los requisitos para establecer una práctica de mercado aceptadas, así como los requisitos para mantenerla, derogarla o modificar las condiciones para su aceptación. Reglamento de Ejecución (UE) 2016/378 de la Comisión, de 11 de marzo de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los plazos, el formato y la plantilla de las notificaciones presentadas a las autoridades competentes con arreglo al Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. Reglamento de Ejecución (UE) 2016/347, de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato específico de las listas de iniciados y a la actualización de esas listas, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. Reglamento de Ejecución (UE) 2016/523 de la Comisión, de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen las normas técnicas relativas al formato y la plantilla para la notificación y la publicación de las operaciones realizadas por directivos de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. Directiva de Ejecución (UE) 2015/2392 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, relativa al Reglamento (UE) n.º 596/2014 del

aplicarán de manera asimétrica los diversos deberes de control y transparencia que estos Reglamentos contienen, creando un fórum shopping interno en atención a la excesiva formalización o asimilación a los operadores financieros tradicionales, frente a opciones más laxas.

MiCA, se limita a prohibir conductas básicas que podrían socavar la confianza en el mercado de criptoactivos como las operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de dicha información o la manipulación de los mercados. El ámbito de amparo, se relaciona con la admisión a negociación del criptoactivo en una plataforma de negociación. A partir de ese momento, el criptoactivo queda bajo el mandato de los art. 76 a 80 de la propuesta, y ya con alcance incierto, a cuanta normativa sobre el control de la información privilegiada y abuso de mercado del sector financiero se considere aplicable por identidad de razón por los supervisores estatales en el desarrollo de los mismos.

Conforme a la normativa Europea el abuso de mercado se produce cuando de forma injustificada se produce un perjuicio a los inversores o al propio funcionamiento del mercado financiero por tres supuestos básicos:

- La utilización de información privilegiada no disponible para el público en general
- La distorsión de los precios mediante la manipulación del mercado
- La difusión de información falsa o engañosa en beneficio propio o de terceros y en perjuicio de los operadores y usuarios del mercado.

El abuso de mercado se aborda desde dos mecanismos normativos diferentes:

- La regulación de las operaciones con información privilegiada
- La prohibición de la manipulación del mercado.

Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la comunicación de posibles infracciones o infracciones reales de dicho Reglamento a las autoridades competentes. [Reglamento Delegado \(UE\) 2016/522](#) de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la exención relativa a determinados bancos centrales y organismos públicos de terceros países, los indicadores de manipulación de mercado, los umbrales de divulgación, la autoridad competente para las notificaciones de retrasos, la autorización de negociación durante períodos limitados y los tipos de operaciones de notificación obligatoria realizadas por los directivos.

II. EL TRATAMIENTO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

A los efectos de la propuesta, y siguiendo la reglamentación comunitaria y a su desarrollo en la Ley de Mercado de Valores (art. 81) como normativa orientativa, deberemos entender por información privilegiada a toda información de carácter concreto que se refiera de manera directa o indirecta a cualquier tipo de criptoactivo emitido o negociado dentro del ámbito del reglamento, que no se haya hecho pública, y que de haberse hecho pública habría podido influir de manera apreciable en su valor o en su admisión a negociación⁶.

Es decir, para juzgar si una información es privilegiada deberemos apreciar su carácter concreto respecto al criptoactivo, su carácter no público y su relevancia para influir en su admisión, contratación o valor de mercado. Las decisiones de compra o venta en el mercado se toman tras valorar la información existente ex ante, y por definición, la información privilegiada no forma parte del elenco de informaciones ex ante disponibles para el público en general y con capacidad para influir en la toma de decisiones.

Estamos, pues, ante informaciones o decisiones que se generen en el seno de los emisores del criptoactivo o fuera del mismo, en el ámbito de su negociación o en el ámbito de los respaldos de garantía, que puedan afectar a su valoración patrimonial, sus perspectivas de desarrollo, su comportamiento ante la coyuntura económica o política, la estabilidad de sus valores de respaldo, etc.

Por información que tengan relación con criptoactivos admitidos a negociación en una plataforma deberemos entender aquellas informaciones relativas a hechos o circunstancias (no impresiones o rumores) de las que puede esperarse razonablemente un efecto sobre el precio o la difusión del criptoactivo.

Por información concreta, siguiendo el modelo del art. 7.2 R. 596/2014 haremos referencia a la que se refiere a una “serie de circunstancias que se dan o que se puede esperar razonablemente que se van a dar, o a un hecho que ha sucedido o que se puede esperar razonablemente que va a suceder, siempre que esa información sea suficientemente específica para permitir extraer alguna conclusión sobre los efectos que esas circunstancias o ese hecho podrían tener en los precios” de los criptoactivos.

6. Art. 7 R. 596/2014. PALÁ LAGUNA, R. “Voz: Información privilegiada” *Diccionario de sociedades*, ALONSO LEDESMA, C. (Dir) 2006.

Por información no pública deberemos entender aquella que es ignorada por la generalidad de los inversores o usuarios del criptoactivo y que otorgue a su poseedor una ventaja competitiva en la adquisición o negociación del mismo. Una información reservada concede la posibilidad de uso y aprovechamiento anticipativo. Sin embargo, los análisis y los cálculos elaborados a partir de datos públicos no deben considerarse información privilegiada. Determinar por ello el carácter público de una información no es tan fácil como pudiera parecer. En el entorno de los mercados de valores una información es pública cuando se comunica como información relevante, y en no pocas ocasiones no se ha considerado públicas informaciones filtradas por la prensa pero no comunicadas con valor oficial. En el contexto del MiCA, en el que las obligaciones de información y comunicación son más laxas que las existentes en el mercado de activos regulares y su formalización es inferior, se abre un campo a la interpretación del carácter público o reservado de la información que habrá de ser concretado en el análisis del caso concreto, pero en el que es muy previsible la mimesis o extensión de los criterios utilizados en instrumentos como la Circular 5/2020 de 25 de noviembre, del Banco de España, a entidades de pago y a entidades de dinero electrónico, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

Determinar si una información es susceptible de influir en el valor o difusión y negociación de un criptoactivo tampoco es pacífico: estamos ante informaciones que un inversor razonable tomaría como base para sus decisiones y por ello ha de ser valorado el efecto en la toma de decisiones por un inversor o usuario medio, sin acceso a la fuente de información privilegiada, en comparación con la esperable por quien dispone de ese valor anticipativo de la información. Es difícil determinar con precisión qué tipo de informaciones tienen una capacidad de influencia apreciable, pero aquí serán de utilidad las líneas interpretativas de la ESMA sobre las valoraciones de activos⁷.

En el ámbito de los criptoactivos, la valoración de la conceptualización de la información como privilegiada y de su uso manipulativo se verá además complicado por la posible existencia de diversas fases de emisión, respaldo y negociación del criptoactivo, así como por el frecuente factor internacional de la negociación, y aún peor, por sus posibles relaciones

7. Como las Directrices sobre factores de riesgo utilizados en la emisión de folletos de inversión (01.10.2019), los criterios utilizados en las medidas alternativas del rendimiento de la circular (10.2015) o las directrices sobre supervisión de la información financiera de (28.10.2014).

con otros valores de respaldo o referencia que sean activos o criptoactivos no sometidos a las reglas comunitarias o al propio MiCA (operaciones OTC, sistemas DEFI, criptoactivos como Bitcoin que quedan fuera del ámbito regulatorio MiCA). Otro factor a considerar será el de la incidencia del uso, más que previsible, de robots y programas automatizados de IA sobre los criptoactivos, que nos plantearán la duda sobre la extensión de los criterios utilizados por la ESMA a los Sistemas y controles aplicados por las plataformas de negociación, las empresas de servicios de inversión y las autoridades competentes en un entorno de negociación automatizado (24/02/2012).

1. EL DEBER DE COMUNICACIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El art. 77 MiCA es básicamente una reproducción de lo dispuesto en el considerando n.º 49 y art. 17.4 del R. 596/2014 y en las Directrices ESMA⁸. Conviene comenzar por recordar que MiCA promueve el aporte de información clara, imparcial y no engañosa a los consumidores y operadores del mercado mediante el libro blanco que acompaña a cada emisión y que obliga a su continua actualización de los contenidos mediante la página web y comunicaciones a los supervisores. Por otro lado, los emisores de fichas significativas han de comunicar cualquier hecho que pueda afectar de manera significativa al valor de los activos de reserva, se hayan admitido o no a negociación en una plataforma de negociación de criptoactivos y se someten a la supervisión de un Consejo asesor. El art. 77 del proyecto MiCA reproduce en este sentido el deber de declaración de hechos relevantes existente en el mercado de valores, en un contexto mucho menos formalizado y con la dificultad añadida del frecuente elemento internacional. La primera dificultad que podemos señalar es que no nos consta si la comunicación de esta información privilegiada o hechos relevantes ha de ser comunicada al supervisor del mercado y publicada como en los activos financieros ordinarios por aplicación del Reglamento Delegado (UE) 2016/909 de la Comisión y normativa concomitante, o si aquí será suficiente y válida la comunicación por medios privados como las comunicaciones en página web, avisos por correo electrónico etc.

En todo caso, la mención al público como destinatario nos indica la vocación de publicación con alcance general, pero este es uno de los

8. ESMA. Directrices relativas al retraso en la difusión de información privilegiada (20/10/2016).

muchos aspectos que se encomiendan al desarrollo de la propuesta de Reglamento por los supervisores estatales con más precisión.

El segundo problema, de mayor alcance, es una vez más el de determinar con precisión que entenderemos por información privilegiada de vocación pública y diferenciarla de la información sobre la que es legítimo guardar reserva. MiCA claramente favorece una interpretación en favor de la mayor transparencia posible al limitar la reserva de la difusión de información, a un plazo temporal o simple retraso, indicando que, finalmente, toda información privilegiada debería ser pública, lo que es muy discutible en relación a las informaciones reservadas que los emisores y negociadores tienen derecho a proteger. Estas últimas informaciones, sin embargo, quedan limitadas:

- En atención al efecto lesivo que pueda generar la difusión: (Quizás como ejemplo: Negociaciones en curso para asegurar la viabilidad financiera o estabilidad del criptoactivo, problemas de liquidez puntuales para asegurar el reembolso, negociaciones con los supervisores para la admisión o modificación de los activos registrados, cambios en los custodios de los valores de respaldo, etc.).
- A su afección limitada en el comportamiento de los usuarios, y en concreto a que no quepa calificar la reserva como engaño. (fundamentalmente retrasos u omisiones estratégicas de cara a la cotización del criptoactivo).
- A la garantía de confidencialidad de los emisores sobre el contenido de la información, como factor que la convierte en neutra sobre el comportamiento del mercado. Aquí, nuevamente, con similitud a lo dispuesto en el Art. 17.7 del R. 596/2014, un rumor que se refiera de modo expreso a información privilegiada cuya difusión haya sido retrasada o cuyo grado de exactitud sea suficiente, indicaría que ya no está garantizada la confidencialidad de dicha información.

Quedan aspectos de interés por definir, pero en los que, a falta de concreción por el supervisor estatal, se podría actuar prudencialmente por mimesis del art. 17 R. 596/2014 e instrucción ESMA sobre retraso en la difusión de información privilegiada (20/10/2016) y solicitar al supervisor el retraso consentido de la difusión, una vez acreditado que se cumplen con los requisitos del art. 77 MiCA.

2. PROHIBICIÓN DE OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El art. 78 introduce la esperable y necesaria norma sobre prohibición de realización de operaciones con información privilegiada. Nadie que esté sometido a estas normas directamente, o indirectamente por acceso indebido, podrá utilizar la información privilegiada para adquirir o ceder criptoactivos directa o indirectamente por cuenta propia o de terceros. Al igual que el régimen ordinario del mercado financiero, quien esté obligado a la custodia y reserva de la información privilegiada no podrá recomendar o inducir a la adquisición o venta de criptoactivos o pretender influir en la modificación o cancelación de operaciones sobre criptoactivos. Se reproduce pues el deber de abstención y neutralidad que pesa sobre los titulares de información privilegiada en aras a garantizar un funcionamiento leal del mercado y la tutela de los intereses de los titulares de las fichas frente a posibles conflictos de interés, que previamente, se ha obligado a detallar en los libros blancos e información periódica, así como los mecanismos de garantía frente a dichos potenciales conflictos. MiCA no menciona, sin embargo, deber alguno de declaración de las operaciones de directivos o la necesidad de elaborar listados de iniciados, que una vez más quedarán al albur del desarrollo posterior del reglamento, aunque es previsible que, al menos en el caso de los emisores significativos de fichas, estos deberes aplicativos terminen por ser exigidos.

Del mismo modo, es perfectamente previsible la aplicación al caso del R. 596/2014 n.º 24, “Cuando una persona física o jurídica que posee información privilegiada adquiere, transmite o cede, o intenta adquirir, transmitir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a los que se refiere dicha información, ha de suponerse que esa persona ha utilizado dicha información. Esta presunción se entiende sin perjuicio del derecho de defensa”. El art 78 MiCA guarda una conexión manifiesta con el Art. 8 R. 596/2014 por el que son operaciones con información privilegiada las realizadas por una persona que dispone de información privilegiada y que la utiliza adquiriendo, transmitiendo o cediendo, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, los instrumentos a los que se refiere esa información. Lo mismo en relación a la utilización de este tipo de información cancelando o modificando una orden relativa al criptoactivo al que se refiera la información, cuando se hubiese dado la orden antes de que el interesado tuviera conocimiento de la información privilegiada.

3. PROHIBICIÓN DE COMUNICACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Cerrando la lógica de la regulación, el art. 79 establece el deber de reserva y lealtad de quienes sean custodios de la información privilegiada o tengan acceso o conocimiento de la misma por razón de su cargo o posición en la cadena de distribución del criptoactivo, estableciendo que no podrán comunicar a terceros dicha información si no es con amparo en el ejercicio normal de su trabajo o función, y quedando sobre entendido, que realizando dichas comunicaciones sólo en cumplimiento del deber de transparencia del art. 77, o sólo a quienes a su vez estén obligados a la confidencialidad y reserva del art. 78. Una vez más, resulta previsible que se acuda como criterio interpretativo al n.º 35 del R. 596/2014 y a sus reglamentos de ejecución en la valoración de las informaciones comunicadas en operaciones de prospectiva⁹, que se considerarán hechas en el normal ejercicio de su trabajo, profesión o funciones si, en el momento de realizar la comunicación, obtiene el consentimiento de la persona a la que se revela información y le informa de que puede estar recibiendo información privilegiada, y de que las disposiciones del presente Reglamento limitarán su capacidad de negociar con dicha información o de actuar sobre la base de la misma. Queda pendiente en todo caso, aclarar si se extenderá al entorno MiCA (total o parcialmente) las obligaciones de declaración de las operaciones de Directivos y la elaboración de listados de iniciados (art. 18 R. 596/2014).

III. EL ABUSO DE MERCADO

Finalmente, el art. 80 del proyecto MiCA reproduce las normas básicas de control sobre el abuso de mercado, estableciendo una prohibición básica de manipulación y estableciendo un listado ejemplificativo de formas de manipulación. En diversos preceptos de MiCA se establece el deber de que los emisores de fichas referenciadas a activos actúen siempre con honestidad, imparcialidad y profesionalidad y en el mejor interés de los titulares de las fichas. Deber que se concreta en las prohibiciones del art. 80 y en el posterior régimen de supervisión, determinación de infracciones y sanciones.

9. Reglamento Delegado (UE) 2016/960 de la Comisión, de 17 de mayo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a las disposiciones, los sistemas y los procedimientos adecuados de realización de prospecciones de mercado por parte de los participantes del mercado que comunican información.

1. PROHIBICIÓN DE MANIPULACIÓN DE MERCADO

El mandato de prohibición de manipulación de mercado es de alcance general y no se circunscribe solamente a las personas relacionadas con la emisión, negociación o supervisión de criptoactivos. Cualquier persona es sujeto apto para la realización de actos de manipulación de mercado y puede resultar imputada por dichos actos con independencia de la mayor facilidad y mayor responsabilidad para incurrir en la conducta de quienes disponen de un acceso ordinario a la información privilegiada. Pero, la manipulación de mercado puede ser un acto de ataque especulativo externo cuando el comportamiento en el mercado (orden, decisión o conducta) excede del uso legítimo, usa mecanismos ficticios, artificios, o manipula información por cualquier medio. Albergó dudas, sin embargo, sobre la aplicabilidad, sin una reforma legal, de los delitos de manipulación de mercados (arts. 284 y ss. del CP) por el estricto acotamiento del tipo penal al concepto de instrumentos financieros y al entorno del mercado de valores. La interpretación penal no puede ser extensiva y no todos los cripto activos recogidos en MiCA podrían asimilarse al concepto de instrumentos financieros, aunque algunos de ellos, obviamente, sí pasarían el Howey Test como criterio de calificación. De no utilizarse la opción por sustituir el elenco de infracciones y sanciones pecuniarias por tipos sancionatorios penales (art. 92.1) estimo que estos deberían ser desestimados.

La propuesta prohíbe cualquier acto de manipulación del mercado a menos que la persona que haya efectuado una operación, dado una orden de negociación o realizado cualquier otra conducta, demuestre que esa operación, orden o conducta se ha efectuado por razones legítimas. Se señala en concreto la transmisión de señales falsas en torno a la oferta, demanda o precio de un criptoactivo. Aquí el elenco de conductas posibles abre mucho el campo de las posibles conductas punibles: difusión de información engañosa, multiplicación de las órdenes para generar falseamiento de los índices, maniobras estratégicas de fijación del cierre o índice en atención a las dinámicas de negociación (*bang ing the close*), etc.

Concreción de dicha conducta es la fijación anormal o artificial del precio: lo que coloca buena parte de las operativas conocidas y habituales en materia de contratación de criptoactivos no regulados en el punto de mira. Si algo ha demostrado el análisis de los últimos años en la cotización de criptoactivos como Bitcoin es la susceptibilidad de los criptoactivos no regulados a las intrusiones especulativas de los

grandes inversores o detentadores de capital en un mercado que, carece de mecanismos de control, suspensión de la cotización, o investigación de las conductas¹⁰. MiCA, pretende evitar este comportamiento en relación a los cripto activos registrados en la UE, si bien, quedan aspectos por concretar en la ejecución de este mandato, como la determinación de los índices de riesgo significativos que desaten la intervención del supervisor.

2. FORMAS DE MANIPULACIÓN DE MERCADO¹¹

En todo caso, el art. 80 ofrece un listado, a mi entender ejemplificativo y abierto, de diversas formas de manipulación de mercado:

a) Asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un criptoactivo, que tenga o pueda tener por efecto la fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o que cree o pueda crear otras condiciones de negociación no equitativas; Aquí necesariamente hay que señalar que ostentar una posición dominante sobre un criptoactivo no ha de identificarse automáticamente como una manipulación de mercado, aunque esta circunstancia aumenta exponencialmente el riesgo de la misma y obliga a una conducta de lealtad reforzada o de especial cautela a quien ostente dicha posición. Los criptoactivos, al igual que los valores ordinarios, tienen una vocación de difusión, pero esta no siempre es una realidad. Por otro lado, este mandato hace un especial señalamiento a las acciones coordinadas de los detentadores de cuotas significativas por el riesgo de que actúen como un Cartel de inversión. Por utilizar un término usado en la negociación de criptoactivos no regulados,

10. Véase, POLASIK/PIOTROWSKA/WISNIEWSKI/KOTKOWSKI/LIGHTFOOD. "Price fluctuation and the use of Bitcoin" en *International Journal of Electronic Commerce*, vol. 20, n.º1, 2016, 9. CHERNUKKA, V., "Como influencia el hard fork al precio del bitcoin" <https://blog.iqoption.com/como-influencia-el-hard-fork-al-precio-del-bitcoin/30-10-2017>. Bitcoin: Elon Musk dispara precio de la criptomoneda tras mensaje en Twitter – Novedades Tecnología – Tecnología – ELTIEMPO.COM.

Bitcoin: ¿Está Elon Musk manipulando el bitcoin? La gran duda tras el último bombazo de Tesla (elconfidencial.com).

11. Para una relación completa de posibles prácticas sigue siendo útil el trabajo de BAENA TOVAR, N., *La regulación del abuso de Mercado en Europa y Estados Unidos*, CNMV, Dirección de Estudios, Monografías, n.º 1 diciembre 2002. Así como las guías de la IOSCO. *Investigating and prosecuting market manipulation* (2000) y Adenda de 2013. Para una visión sobre la posible incidencia del uso de algoritmos de inversión y robots de inversión en el proceso de contratación, véase OCDE, *Algorithms and collusion. Competition Policy in the digital age*. 2017.

las “campañas de caza” o acciones coordinadas de los grandes detentadores de criptoactivos o “ballenas”, serían ilícitas frente al art. 80 del MiCA.

b) Dar órdenes a una plataforma de negociación de criptoactivos, incluida cualquier cancelación o modificación de las mismas, por cualquier medio de negociación disponible, cuando ello tenga alguno de los efectos a que se refiere el apartado 1, letra a), al:

i) perturbar o retrasar el funcionamiento de la plataforma de negociación de criptoactivos o realizar cualquier actividad que pueda tener ese efecto; Aquí estarían las maniobras de saturación o bloqueo de órdenes destinadas a dificultar o retrasar la fijación del índice o valor del criptoactivo, a generar una falsa impresión sobre el nivel de demanda, o a bloquear las adquisiciones de terceros, o a generar inestabilidad en la oferta o la demanda (Spoofing)¹².

ii) dificultar a otras personas la identificación de las órdenes auténticas en la plataforma de negociación de criptoactivos o realizar cualquier actividad que pueda tener ese efecto, incluida la emisión de órdenes que desestabilicen el funcionamiento normal de la plataforma de negociación de criptoactivos; Nuevamente, estaríamos ante labores de obstrucción o saturación de los mecanismos de contratación y transparencia o ante maniobras destinadas a provocar picos de subida o bajada en el precio del criptoactivo.

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; Conducta que se explica de manera suficiente por su propia descripción, y en la que en el caso de los criptoactivos, sin embargo, podemos tropezar con la dificultad añadida de la incidencia de los posibles bots o mecanismos algorítmicos de contratación¹³ en la exacerbación de tendencias, sin que quede claro si se aplicarán los mecanismos cautelares existentes en el mercado financiero ordinario.

c) aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos para exponer una opinión

12. Como ejemplo, véase IOSCO. Adenda 2013. Como *leading case* en USA, Bunge Global Markets vs SEC: Order: Bunge Global Markets, Inc. (cftc.gov).

13. Como ejemplo de los problemas generados en criptoactivos no regulados como Bitcoin: BAYES CAPDEVILLA, R. (TFG). *Estudio económico de la primera década de Bitcoin (2009–2018)*, Universidad de Barcelona, 2018–2019. http://diposit.ub.edu/dspace/bitstream/2445/133279/1/TFG_ECO_BAYES%20ROGER_FEB19.pdf <https://es.beincrypto.com/ballena-bitcoin-btc-enviado-20000-bitcoin-btc-numerosas-carteras/>.

sobre un criptoactivo después de haber tomado posiciones en dicho criptoactivo y beneficiar 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. La conducta es clara y comprensible, pero no por ello inhabitual en el mundo de los criptoactivos y con frecuentes conductas limítrofes como las descritas en la nota 9.^a del texto. Considere el lector la publicidad en medios efectuada por un inversor de alto nivel como Elon Musk sobre su intención de invertir 1500 millones de dólares en Bitcoin, y sus efectos en la volatilidad al alza de la criptomoneda o más bien, criptoactivo de inversión¹⁴.

IV. CONCLUSIONES CRÍTICAS

A modo de resumen, MiCA propone un régimen primario contra el abuso de mercado destinado a controlar, en consonancia con los poderes de supervisión del art. 83, la manipulación ilícita observada en la negociación de criptoactivos no regulados y a proteger a los usuarios e inversores frente a la demostrada volatilidad de algunos de ellos. La propuesta, sin embargo, afronta un dilema de difícil solución, ya que una asimilación completa de los deberes de transparencia y supervisión existentes en la profusa normativa de los activos financieros ordinarios, podría tener el efecto de disuadir del registro a los operadores extranjeros o cortar las iniciativas de las PYMES en el sector. Una regulación simplificada como la propuesta, por el contrario, nos plantea la duda sobre el grado de asimilación a los deberes de los operadores del mercado financiero ordinario que se puede defender en la interpretación de los art. 76 a 80 de la propuesta. Y más en concreto, sobre si los diferentes supervisores estatales van a promover un desarrollo asimétrico en la interpretación de estos preceptos, unos promoviendo una asimilación completa, otros acaso, aligerando las cargas normativas. Y todo ello con el riesgo de generar un fórum shopping entre los distintos Estados de la Unión en atención a la carga de supervisión que finalmente impongan. Más clara será la situación de los emisores de fichas significativas, que bajo la supervisión directa de la ABE, y vista la difusión y cuantía de los activos, son candidatos a una extensión mimética de buena parte del régimen de supervisión que somete a los

14. <https://www.marca.com/claro-mx/trending/2021/02/13/60275ec1e2704ea8668b45d9.html> <https://es.motor1.com/news/496408/tesla-compra-bitcoin-elon-musk/#:~:text=El%20inter%C3%A9s%20de%20Musk%20por,para%20%22diversificar%20su%20cartera%22>.

operadores del mercado financiero ordinario. Quizás sería conveniente establecer un principio de interpretación, conforme al cual los deberes de transparencia no explicitados en la propuesta de reglamento, pero desarrollados en sus antecedentes normativos, pueden ser recomendados como uso prudencial, y acaso exigidos dentro de los requerimientos derivados de una intervención, es decir, ex post, mejor que como requisitos o interpretación ex ante.

V. BIBLIOGRAFÍA

- AA.VV., POLASIK/PIOTROWSKA/WISNIEWSKI/KOTKOWSKI/LIGHTFOOD. “Price fluctuation and the use of Bitcoin” en *International Journal of Electronic Commerce*, vol. 20, n.º 1, 2016, 9.
- BAENA TOVAR, N., *La regulación del abuso de Mercado en Europa y Estados Unidos*, CNMV, Dirección de Estudios, Monografías, n.º 1 Diciembre 2002.
- BAIMBRIDGE, S. M. *The Law and Economics of Insider Trading: a Comprehensive Premier*, 2001, Los Ángeles, California University, Working Paper Series.
- BAYES CAPDEVILLA, R. (TFG). Estudio económico de la primera década de Bitcoin (2009–2018), Universidad de Barcelona, 2018-2019.
- CHERNUKKA, V., “Como influencia el hard fork al precio del bitcoin” <https://blog.iqoption.com/como-influencia-el-hard-fork-al-precio-del-bitcoin/30-10-2017>.
- EBA. *Crypto Assets, Implications for financial stability, monetary policy and payments and market infrastructures*, ECB Crypto assets task force, Occasional Papers Series, n.º 223, may 2019.
- EL CONFIDENCIAL, 9-2-2021. Bitcoin: ¿Está Elon Musk manipulando el bitcoin? La gran duda tras el último bombazo de Tesla (elconfidencial.com).
- EL TIEMPO 20-1-2021. Bitcóin: Elon Musk dispara precio de la criptomoneda tras mensaje en Twitter – Novedades Tecnología – Tecnología – ELTIEMPO.COM.
- G7 WORKING GROUP. *Investigating the impact of Global Stablecoins*, october 2019.

IOSCO. *Investigating and prosecuting market manipulation*. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, may 2000, **Addenda** Abril 2013. Addendum to IOSCO Report on Investigating and Prosecuting Market Manipulation.

MARTÍNEZ FLÓREZ, A., *Los fundamentos de la prohibición del abuso de mercado*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2019.

PALÁ LAGUNA, R. "Voz: Información privilegiada" *Diccionario de sociedades*, Alonso Ledesma, C. (Dir) 2006.

