

El Reglamento de Abuso de Mercado tras la modificación del Listing Act y el nuevo régimen de abuso de mercado para criptoactivos del Reglamento MiCA

(The Market Abuse Regulation following the amendment of the Listing Act and the new market abuse regime for crypto-assets under the MiCA Regulation)

Ricardo Plasencia Velasco
Socio responsable regulación financiera
CMS Albiñana y Suárez de Lezo

Sumario

1. Introducción.
2. Principales modificaciones del reglamento de abuso de mercado.
3. El régimen de abuso de mercado en el reglamento sobre criptoactivos.
4. Conclusiones.

Resumen

El Reglamento Europeo de Abuso de Mercado (“**MAR**”) es el marco regulatorio para preservar la integridad del mercado y la confianza de los inversores en instrumentos financieros admitidos a negociación, mediante la prevención de operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de información privilegiada y la manipulación de mercado.

Tras su entrada en vigor en 2016, MAR ha homogeneizado a nivel europeo la regulación del “*insider trading*” y de la manipulación de mercado en los mercados financieros, poniendo fin a las distintas interpretaciones de las normas que hacían cada uno de los Estados Miembros europeos.

Con la reforma de MAR introducida por el Reglamento “*Listing Act*” se aumenta la claridad jurídica de la norma y se reducen requisitos desproporcionados para los emisores, con vistas a aumentar el atractivo de los mercados de capitales de la Unión Europea.

Además, el Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos (“**MiCA**”) introduce un régimen paralelo al de MAR, es-

tableciendo normativa específica en materia de abuso de mercado aplicable a los criptoactivos admitidos a negociación.

Palabras clave: Mercado de capitales, Abuso de Mercado, Publicación de Información Privilegiada, Prospección de Mercado, Criptoactivos

Abstract

The European Market Abuse Regulation ('**MAR**') is the regulatory framework for preserving market integrity and investor confidence in financial instruments admitted to trading by preventing insider dealing, unlawful disclosure of inside information and market manipulation.

Since its entry into force in 2016, MAR has harmonised the regulation of insider trading and market manipulation in financial markets at European level, putting an end to the different interpretations of the rules by each of the European Member States.

The reform of MAR introduced by the Listing Act Regulation increases the legal clarity of the rules and reduces disproportionate requirements for issuers, with a view to increasing the attractiveness of the European Union's capital markets.

In addition, the Regulation on crypto-asset markets ('**MiCA**') introduces a regime parallel to that of MAR, establishing specific rules on market abuse applicable to crypto-assets admitted to trading.

Keywords: Capital markets, Market Abuse, Disclosure of inside information, Market soundings, crypto-assets.

1. Introducción

Con la entrada en vigor de la mayoría de sus disposiciones el 3 de julio de 2016, el *Reglamento*

(UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 sobre abuso de mercado ("**MAR**") estableció un marco normativo común para los instrumentos financieros admitidos a negociación respecto de las operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de información privilegiada y la manipulación de mercado, a fin de garantizar la integridad de los mercados financieros de la Unión Europea ("**UE**"), reforzando la protección de los inversores y su confianza en los mercados.

A excepción de unas modificaciones menores introducidas en MAR en 2019 con el *Reglamento (UE) 2019/2115 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019*, para el fomento del uso de los mercados de pequeñas y medianas empresas en expansión, el texto legal original de MAR se ha mantenido prácticamente idéntico hasta la actualidad.

Precisamente a los 10 años de su publicación, MAR ha sido objeto de una modificación profunda con la publicación el 14 de noviembre de 2024 del *Reglamento (UE) 2024/2809 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024* (el "**Reglamento Listing Act**").

El Reglamento Listing Act forma parte de un paquete normativo en el marco de la Unión de los Mercados de Capitales que incluye medidas para racionalizar las normas aplicables a las empresas que se encuentran en proceso de cotización o a aquellas que ya cotizan en los mercados de la UE. El objetivo es simplificar estos procesos para las empresas, aliviando las cargas y costes administrativos y preservando al mismo tiempo un grado suficiente de transparencia, de protección de los inversores y de integridad del mercado.

El Reglamento Listing Act modifica varias normas además de MAR, como por ejemplo el *Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/*

CE (el “**Reglamento de Folletos**”), para hacer que los mercados de capitales de la Unión Europea resulten más atractivos para las empresas y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas.

Las modificaciones introducidas en MAR por el Reglamento Listing Act son de aplicación desde el 4 de diciembre de 2024, con la excepción de unos requisitos sobre publicación de información privilegiada en los procesos prolongados, que serán aplicables a partir del 5 de junio de 2026.

Por otro lado, el 30 de diciembre de 2024 entró en vigor el *Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos (“MiCA”)*. MiCA establece un conjunto de normas de aplicación a la emisión de criptoactivos y prestación de servicios de criptoactivos y, junto con ello, un régimen para prevenir el abuso de mercado en relación con los criptoactivos admitidos a negociación o respecto de los cuales se haya presentado una solicitud de admisión a negociación.

El régimen de abuso de mercado en MiCA es un régimen paralelo al de MAR, con la diferencia de que el MAR se aplica a los instrumentos financieros admitidos a negociación (ya estén tokenizados o no), mientras que el régimen de MiCA se aplica sólo a los criptoactivos que no tengan la consideración de instrumentos financieros.

En este sentido, el régimen de abuso de mercado de MiCA tiene en consideración que muchos emisores y proveedores de servicios de criptoactivos serán pequeñas y medianas empresas, por lo que es más simplificado que el de MAR.

2. Principales modificaciones del reglamento de abuso de mercado

Las principales modificaciones de MAR que se van a tratar en este artículo se refieren a los siguientes aspectos: (i) Publicación de información

privilegiada, que incluye, en concreto, las modificaciones en la publicación de la información privilegiada relativa a procesos prolongados en el tiempo y al retraso en la obligación de publicar la información privilegiada en las etapas intermedias; y (ii) las prospecciones de mercado.

La información privilegiada y su difusión son un aspecto esencial en la formación de los precios y en la integridad de los mercados. En este sentido, el retraso de la publicación de información privilegiada puede llegar a ser un mecanismo útil para proteger determinados negocios u operaciones de los emisores, pero para ello se precisa de una aplicación justificada y rigurosa.

La comunicación lícita de información privilegiada es también un aspecto clave en las prospecciones de mercado que, en definitiva, tiene por objeto un mejor desarrollo de determinadas operaciones de los emisores.

a) Publicación de información privilegiada

i. Procesos prolongados

Se modifica el artículo 17 de MAR respecto de la publicación de información privilegiada relativa a las etapas intermedias en los procesos prolongados previstos en el artículo 7, apartados 2 y 3, de MAR, cuando dichas etapas estén ligadas a la generación o provocación de unas circunstancias o un suceso concretos. Los procesos prolongados son procesos en los que participa el emisor, que se producen a través de sucesivos pasos, acciones o decisiones, tales como contratos, fusiones, adquisiciones de activos, operaciones sobre el capital, solicitudes de licencias o autorizaciones a las autoridades públicas, o aspectos de gobierno corporativo, entre otros.

Por su parte, los sucesos o circunstancias definitivos son hitos finales de los procesos prolongados, que desencadenan la obligación de publicarlos como información

privilegiada, tales como la decisión de firmar un acuerdo de fusión, la decisión del órgano correspondiente de nombrar o cesar a un miembro del órgano de dirección o un puesto clave, entre otros.

El apartado 1 del artículo 17 de MAR introduce el concepto de circunstancias o sucesos definitivos y exige la publicación únicamente de éstos, no de las etapas intermedias de los procesos prolongados. Por lo tanto, a partir del 5 de junio de 2026 quedan excluidas de la obligación de publicación las etapas intermedias de un proceso prolongado.

El considerando 67 del Reglamento Listing Act señala como ejemplo de proceso prolongado las operaciones de fusión, y como ejemplos de suceso o circunstancia definitiva de ese proceso prolongado que desencadena la obligación de publicar como información privilegiada, la decisión de los administradores de firmar un acuerdo de fusión o un contrato habiéndose decidido, en ambos casos, sus elementos esenciales. En este sentido, conviene recalcar que los ejemplos señalados en el considerando 67 del Reglamento Listing Act como sucesos o circunstancias definitivas que desencadenan la obligación de publicación de la información privilegiada no nacen en el momento de la firma del acuerdo de fusión o en la firma del contrato sino, como señala dicho considerando, cuando se hubiera adoptado la decisión al efecto y determinado sus elementos esenciales.

Con la eliminación de la obligación de publicar las etapas intermedias de un proceso prolongado se pretende evitar la divulgación de información en fases muy tempranas, como sería el caso de anuncios de meras intenciones, negociaciones en curso y reuniones entre representantes que, en lugar de cumplir con el objetivo principal de la publicación de información privilegiada —permitir que los inversores tomen decisiones de

inversión con la adecuada información—, podría inducir a error a los inversores.

De cualquier modo, para que una etapa intermedia deba considerarse información privilegiada susceptible de publicación, dicha información debe cumplir con los requisitos para considerarse información privilegiada, y en particular, el de ser una información de carácter concreto, tal y como prevé el artículo 7.2 de MAR.

Por otro lado, es preciso recordar que la exclusión de la obligación de publicación de información privilegiada respecto de las etapas intermedias no afecta en ningún caso a la prohibición de realización de operaciones con información privilegiada, prevista en el artículo 14 de MAR, que sigue siendo aplicable a lo largo de los procesos prolongados.

El considerando 68 del Reglamento Listing Act reconoce que no es sencillo determinar de manera exacta el momento en que se produce un suceso o circunstancia definitiva. En la práctica, dicha circunstancia genera problemas e incertidumbres.

Tanto el régimen de los procesos prolongados como el de los respectivos sucesos o circunstancias definitivos serán objeto de un desarrollo mediante un reglamento delegado de la Comisión Europea, tal y como prevé el nuevo apartado 12, letra a, del artículo 17 de MAR.

En este sentido, el 7 de mayo de 2025 la Autoridad Europea de los Mercados de Valores (“ESMA”) publicó el Informe final de asesoramiento técnico a la Comisión Europea (“Informe ESMA mayo 2025”), que incluye el proyecto de reglamento delegado con la lista no exhaustiva de sucesos definitivos (“Proyecto de Reglamento Delegado”), para su adopción por la Comisión Europea en junio de 2026.

El Proyecto de Reglamento Delegado detalla una gran variedad de procesos Prolongados, así como sus correspondientes sucesos o circunstancias definitivos, a modo de hitos que desencadenan la obligación de publicación de información privilegiada lo antes posible¹. De este modo, el Proyecto de Reglamento Delegado señala como suceso o circunstancia definitiva la firma de un acuerdo estratégico o la firma del contrato de compraventa de activos y, a partir ese momento —la firma— nacería la obligación de publicación de información privilegiada lo antes posible.

Por su parte, en el caso de una fusión, el suceso o circunstancia definitiva sería la aprobación del proyecto de fusión. La obligación de publicación de la información privilegiada surge una vez que las distintas sociedades hayan aprobado el proyecto de fusión.

Una vez aprobado por la Comisión Europea, dicho reglamento delegado proporcionará seguridad jurídica y será una herramienta práctica muy útil para los emisores y operadores de los mercados, así como para los supervisores.

Por último, es preciso destacar que en el artículo 17 de MAR se incluye un nuevo apartado 1 bis, que establece que el emisor deberá garantizar la confidencialidad de la información que cumpla con los criterios para calificarse como información privilegiada hasta el momento de su publicación. Asimismo, el considerando 69 del Reglamento Listing Act señala el deber de garantizar la confidencialidad de la información relativa a las etapas intermedias de los procesos prolongados en los que aún no se haya publicado el suceso o circunstancia definitiva.

Si bien el deber de confidencialidad se limita a la información que sea privilegiada,

es aconsejable mantener dicha confidencialidad a lo largo de todo el proceso prolongado, ya que (i) determinar si una etapa intermedia reúne los requisitos para ser información privilegiada presentará un margen de interpretación y (ii) la obligación de confidencialidad de la información privilegiada es un deber esencial y transversal en el MAR, al tiempo que podría proteger los propios intereses y negocios del emisor.

ii. Posibilidad de retraso de la publicación en las etapas intermedias

El nuevo apartado 4 bis del artículo 17 de MAR excluye del cumplimiento de los requisitos previstos para el retraso en la publicación de la información privilegiada del apartado 4 a la información privilegiada relacionada con las etapas intermedias de los procesos prolongados. Dicha exclusión es coherente en la medida en que las etapas intermedias no están sujetas a la obligación de publicación conforme el apartado 1 del artículo 17 de MAR y, por tanto, su no publicación no implica un retraso en la publicación de información privilegiada.

Por su parte, se modifica el apartado 7 del referido artículo 17 de MAR para exigir la publicación lo antes posible de la información privilegiada relativa a la etapa intermedia no publicada si la confidencialidad de dicha información dejase de estar garantizada, en coherencia con el nuevo apartado 1 bis del citado artículo 17 de MAR.

Por lo tanto, un aspecto fundamental de los procesos prolongados es como se ha indicado más arriba, mantener la confidencialidad de la información.

Los requisitos previstos en el apartado 4 del artículo 17 de MAR para permitir el retraso

¹ Ver el anexo I del Informe ESMA mayo 2025, página 70 y siguientes *Final Report Technical advice concerning MAR and MiFID II SME GM ESMA74-1103241886-1086*, disponible en la web de ESMA <https://www.esma.europa.eu/document/final-report-technical-advice-concerning-mar-and-mifid-ii-sme-gm>

en la publicación de la información privilegiada son, esencialmente:

- que la publicación de la información privilegiada pueda perjudicar los intereses legítimos del emisor (letra a);
- que la información privilegiada cuya publicación se pretenda retrasar no sea contradictoria con el último anuncio público u otras informaciones públicas sobre el mismo asunto que se pretende retrasar (letra b); y
- que el emisor garantice la confidencialidad (letra c).

El requisito de la letra b) es una modificación introducida por el Reglamento Listing Act. Con anterioridad, la letra b) preveía que el retraso no pueda inducir a confusión o engaño y las *Directrices de ESMA relativas a MAR sobre retraso en la publicación de información privilegiada* de 13 de abril de 2022 (ESMA70-159-4966)² señalaban que para evitar dicha confusión o engaño la publicación de información privilegiada a retrasar no tenía que ser “(...) *materialmente diferente de lo anunciado públicamente con anterioridad por parte del emisor sobre el asunto al que hace referencia la información privilegiada*” (directriz 12.2.a). En consecuencia, dicha directriz de ESMA se ha convertido en norma con su inclusión en MAR.

A este respecto, el nuevo apartado 12, letra b del artículo 17 de MAR faculta a la Comisión Europea para adoptar un reglamento delegado que establezca y revise una lista no exhaustiva de situaciones que pueden implicar el incumplimiento del requisito de la letra b, es decir, situaciones en que la información privilegiada cuya publicación se retrasa contradice o no es coherente con informaciones públicas sobre el mismo asunto.

El Proyecto de Reglamento Delegado, incluido en el Informe ESMA mayo 2025, recoge dichas previsiones en sus artículos 3 y 4, así como dicha lista no exhaustiva de situaciones en su Anexo II³. En este sentido, el artículo 4 también indica que se entenderán como relevantes a estos efectos distintos tipos de informaciones públicas que se hayan difundido, ya sea en redes sociales, páginas web, entrevistas, campañas de publicidad, etc.

b) Prospecciones de mercado

Las prospecciones de mercado son las comunicaciones de información realizadas por una sociedad a uno o más inversores potenciales con anterioridad al anuncio de una posible operación, con la finalidad de evaluar o sondear su interés en dicha operación antes de que se anuncie y las condiciones de la misma, como su precio o volumen potencial (artículo 11 apartado 1 de MAR). El considerando 33 de MAR incluye entre los ejemplos de prospecciones de mercado situaciones como las siguientes: (i) una empresa vendedora dialoga con un emisor sobre una posible operación de venta y decide evaluar el interés de inversores potenciales con objeto de determinar las condiciones de la operación; (ii) un emisor anuncia una emisión de deuda o una oferta adicional de acciones y la empresa vendedora contacta a inversores relevantes y les informa sobre todas las condiciones de la operación con objeto de obtener un compromiso financiero de participación en la operación; o (iii) la empresa vendedora pretende vender una gran cantidad de valores en nombre de un titular de esos valores e intenta evaluar el interés potencial de otros inversores.

En consecuencia, se amplía el concepto de prospección de mercado para incluir comunicaciones de información privilegiada no

2 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966_mar_gls-delay_in_the_disclosure_of_inside_information.pdf

3 Ver páginas 67-y 68, 78 y 79 del *Final Report Technical advice concerning MAR and MiFID II SME GM* ESMA74-1103241886-1086, disponible en la web de ESMA <https://www.esma.europa.eu/document/final-report-technical-advice-concerning-mar-and-mifid-ii-sme-gm>

acompañadas de ningún anuncio específico de una operación, de modo que la comunicación de información privilegiada en esos casos esté amparada también por el régimen de prospecciones de mercado. El considerando 64 del Reglamento Listing Act justifica la ampliación del concepto de prospección de mercado para recoger diferentes tipologías de sondeos y las diferentes prácticas en toda la Unión Europea.

La gran novedad es que el régimen de prospecciones de mercado deja de ser un conjunto imperativo de normas y procedimientos, siendo opcional para los participantes del mercado. En cualquier caso, cumplir con el régimen de prospecciones de mercado crea un puerto seguro respecto a incumplimientos en materia de comunicación ilícita de información privilegiada. Por lo tanto, tal y como indica el considerando 65 del Reglamento Listing Act, la falta de cumplimiento de los requisitos en materia de prospecciones de mercado no significa, per se, que es ilícita la comunicación de información privilegiada.

Sin perjuicio del carácter opcional del régimen de prospección, hay que tener en cuenta que el incumplimiento de los requisitos del régimen de prospecciones de mercado podría dar lugar a otros incumplimientos de las obligaciones contenidas en MAR.

Los requisitos para que se considere comunicación lícita de información privilegiada en prospecciones de mercado no han variado en esencia y se relacionan en el nuevo apartado 4 del artículo 11 de MAR. Dichos requisitos son los siguientes:

- El consentimiento de la persona receptora de la prospección de mercado para recibir la información privilegiada;
- La información a dicha persona de que se le prohíbe el uso de información privilegiada y de su obligación de confidencialidad;

- Mantener un registro de la información privilegiada comunicada y de la identidad de los receptores; y
- Registrar esos extremos para su entrega a requerimiento del supervisor.

Dichos requisitos son adicionales a las exigencias previstas en los apartados 3 y 6 del artículo 11 de MAR, que son los siguientes:

- Análisis y registro de la naturaleza de información privilegiada de la información comunicada; y
- Comunicación al receptor de la información privilegiada del cese de la naturaleza de información privilegiada de dicha información.

Por último, es preciso mencionar que el apartado 6 del artículo 11 de MAR se modifica para señalar expresamente que cuando la información privilegiada comunicada en la prospección de mercado se ha hecho pública, no aplica la obligación de informar al receptor de la información privilegiada que la información ha perdido dicho carácter.

3. El régimen de abuso de mercado en el reglamento sobre criptoactivos

a) Contexto

MiCA aborda de manera sistemática la regulación de la información privilegiada en el ámbito de los criptoactivos en los artículos 86 a 92, adaptando las exigencias de la regulación de los mercados de valores a un entorno digital dinámico y descentralizado.

En este sentido, el principal reto regulatorio es la identificación de lo que constituye información privilegiada en un entorno descentralizado. A diferencia de los mercados financieros tradicionales, en el mundo de los criptoactivos puede ser complicado determinar el origen

de la información y quienes la generan o la controlan.

Aunque las tecnologías de registros distribuidos proporcionan una trazabilidad que favorece la transparencia, la ausencia de intermediarios puede complicar el rastreo de la operativa y la determinación de responsabilidades.

Asimismo, la velocidad de transmisión de la información en tiempo real y su difusión a través de canales de naturaleza informal (e.g. redes sociales), puede plantear dificultades adicionales para identificar el momento exacto y concreto en el que la información deja de ser confidencial y pasa a considerarse pública.

b) Regulación y ámbito de aplicación

El Título VI de MiCA establece normas uniformes para la prevención y prohibición del abuso de mercado en relación con criptoactivos que distinguen dos tipos de abusos de mercado: los abusos informativos que emplean información privilegiada y los abusos operativos que manipulan el mercado. Estas normas uniformes para la prevención y prohibición del abuso de mercado en relación con criptoactivos tienen un ámbito de aplicación amplio ya que incluyen actuaciones en tres sentidos (artículo 86 de MiCA):

- Objetivo, aplicándose a los actos realizados por cualquier persona en relación con criptoactivos admitidos a negociación o respecto de los cuales se haya presentado una solicitud de admisión a negociación.
- Funcional, aplicándose a toda operación, orden o conducta en relación con criptoactivos, independientemente de que dicha operación, orden o conducta se realice o no en una plataforma de negociación.
- Geográficamente, aplicándose a las acciones y omisiones en relación con los criptoactivos que se realicen en la UE y en terceros países.

toactivos que se realicen en la UE y en terceros países.

c) Abusos informativos: Prohibición de operaciones con información privilegiada

El primer tipo de abuso de mercado en relación con criptoactivos son los abusos informativos que emplean información privilegiada. En el ámbito de MiCA, esta información puede tener un carácter general o un carácter especial (artículo 87 de MiCA).

El carácter general viene definido porque es *“cualquier información de carácter concreto que no se haya hecho pública, referida directa o indirectamente a uno o varios emisores, oferentes o personas que soliciten la admisión a negociación, o a uno o varios criptoactivos, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable en los precios de dichos criptoactivos o en el precio de un criptoactivo relacionado”*.

El carácter especial viene determinado en el caso de las personas encargadas de la ejecución de órdenes relacionadas con criptoactivos por cuenta de clientes, porque entonces *“se entenderá también la información de carácter concreto transmitida por un cliente y relativa a las órdenes pendientes del cliente en criptoactivos, relativa directa o indirectamente a uno o varios emisores, oferentes o personas que soliciten la admisión a negociación o a uno o varios criptoactivos, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable en los precios de dichos criptoactivos o en el precio de un criptoactivo relacionado”*.

Por otro lado, el carácter concreto de la información privilegiada se establece en el apartado 2 del artículo 87 de MiCA, ya que *“se considerará que la información es de carácter concreto si indica una serie de circunstancias que existen o puede esperarse razonablemente que vayan a existir, o indica un acontecimiento que ha ocurrido o puede esperarse razonablemen-*

te que vaya a ocurrir, y si es lo suficientemente específica como para permitir extraer una conclusión respecto a la posible incidencia de esa serie de circunstancias o ese acontecimiento en los precios de los criptoactivos. A tal respecto, en el caso de tratarse de un proceso prolongado en el tiempo con el que se pretenda generar o que tenga como consecuencia determinadas circunstancias o un hecho concreto, podrán tener la consideración de información de carácter concreto tanto esa circunstancia o ese hecho futuros como las etapas intermedias de ese proceso que estén ligadas a la generación o provocación de esa circunstancia o ese hecho futuros” y su influencia en el precio se establece en el apartado 4 del artículo 87 de MiCA ya que “se entenderá por información que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable en los precios de los criptoactivos, la información que un titular razonable de criptoactivos podría utilizar como parte de la base de las decisiones de inversión del titular”.

Adicionalmente, el artículo 88 de MiCA obliga a los emisores, oferentes y personas que soliciten la admisión a negociación a hacer pública, lo antes posible, la información privilegiada que les afecte directamente, de una manera que permita un acceso rápido y una evaluación completa, correcta y oportuna de la información por parte del público. En relación con esta obligación, MiCA precisa que aquellos emisores, oferentes y personas que soliciten la admisión a negociación no combinarán la publicación de información privilegiada con la comercialización de sus actividades y deberán publicar y mantener en su sitio web, durante un período mínimo de cinco años, toda la información privilegiada que estén obligados a hacer pública. Asimismo, los emisores, oferentes y personas que soliciten la admisión a negociación podrán retrasar, bajo su propia responsabilidad, la difusión pública de la información privilegiada cumpliendo con una serie de condiciones.

En desarrollo del apartado 6 del artículo 88 de MiCA, la Comisión Europea adoptó el Re-

glamento de Ejecución (UE) 2024/2861 de la Comisión, de 12 de noviembre de 2024, que determina los medios técnicos para la difusión pública adecuada de información privilegiada y para el retraso de la difusión pública de dicha información.

En cuanto a las operaciones con información privilegiada, el artículo 89.1 de MiCA establece tres tipos:

- Las adquisición, transmisión o cesión, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, de los criptoactivos a los que se refiera esa información privilegiada.
- La cancelación o modificación de 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.
- La presentación, modificación o retirada de una oferta por una persona por cuenta propia o por cuenta de terceros con dicha información privilegiada.

La prohibición de operaciones con información privilegiada incluye tres tipos de actuaciones, incluidas en los apartados 2, 3 y 4 del artículo 89 de MiCA:

- Realizar o intentar realizar operaciones con información privilegiada o utilizar una información privilegiada sobre criptoactivos para adquirir o ceder tales criptoactivos, ya sea directa o indirectamente, por cuenta propia o por cuenta de terceros.
- Recomendar o inducir a que otra persona, sobre la base de dicha información privilegiada, adquiera o ceda dichos criptoactivos o cancele o modifique una orden relativa a dichos criptoactivos.
- Seguir una recomendación o inducción cuando la persona que siga dicha reco-

mendación o inducción sepa o debiera saber que esta se basa en información privilegiada.

La prohibición de operaciones con información privilegiada afecta a cualquier persona que posea información privilegiada por encontrarse en alguno de los supuestos siguientes: su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o supervisión del emisor, de oferente o de persona que solicite la admisión a negociación; su participación en el capital del emisor u oferente, su condición de oferente o de persona que solicite la admisión a negociación; su acceso a dicha información en el ejercicio de su trabajo, profesión o funciones o en relación con su papel en la tecnología de registro distribuido o tecnología similar, o su participación en actividades delictivas (artículo 89.5 de MiCA).

Por último, en caso de posesión de información privilegiada no solo se prohíbe operar, recomendar o inducir a terceros, sino también comunicarla de forma ilícita a otra persona, salvo cuando dicha comunicación se realice en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones (artículo 90.1 de MiCA). También constituirá comunicación ilícita de información privilegiada la subsiguiente revelación de las recomendaciones o inducciones, cuando la persona que revele la recomendación o inducción sepa o debiera saber que esta se basaba en información privilegiada (artículo 90.2 de MiCA).

d) Abusos operativos: Prohibición de manipulación de mercado

La manipulación de mercado incluye cualquiera de las siguientes actividades (artículo 91.2 de MiCA):

- Efectuar una operación, dar una orden de negociación o cualquier otra conducta que transmita o pueda transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de un criptoactivo o garantice

o pueda garantizar el precio de uno o varios criptoactivos en un nivel anormal o artificial; a menos que se haya efectuado por razones legítimas.

- Efectuar una operación, dar una orden de negociación o cualquier otra actividad o conducta que afecte o pueda afectar al precio de uno o varios criptoactivos, utilizando mecanismos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio.
- 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.

Se considera que la manipulación de mercado incluye cualquiera de las siguientes conductas (artículo 91.3 de MiCA):

- 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.
- Dar órdenes a una plataforma de negociación de criptoactivos, incluida cualquier cancelación o modificación de las mismas, por cualquier medio de negociación disponible, que transmita o pueda transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de un criptoactivo o garantice o pueda garantizar el precio de uno o varios criptoactivos en un nivel anormal o artificial al: (i) perturbar o retrasar el

funcionamiento de la plataforma de negociación de criptoactivos o realizar cualquier actividad que pueda tener ese efecto; (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; o (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.

- Aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios 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.

e) Prevención y detección del abuso de mercado

Para prevenir y detectar los abusos informativos y operativos de los mercados de criptoactivos, MiCA impone a toda persona que tramite o ejecute operaciones con criptoactivos varias obligaciones (artículo 92.1 de MiCA):

- Disponer de mecanismos, sistemas y procedimientos eficaces para prevenir y detectar el abuso de mercado.
- Que dichas personas notifiquen, según las normas del Estado miembro en el que esté registrada o tenga su sede principal o, en el caso de una sucursal, del Estado miembro en el que radique la sucursal.

- Informar sin demora a la autoridad competente del Estado miembro de toda sospecha razonable sobre una orden u operación, incluida su cancelación o modificación, y de otros aspectos del funcionamiento de la tecnología de registro distribuido, como el mecanismo de consenso, cuando puedan darse circunstancias que indiquen que se ha cometido, se está cometiendo o es probable que se cometa abuso de mercado.

Las autoridades competentes que reciban una notificación de órdenes u operaciones sospechosas transmitirán dicha información inmediatamente a las autoridades competentes de las plataformas de negociación de que se trate.

En desarrollo del artículo 92.2 de MiCA; la Comisión Europea adoptó el *Reglamento Delegado 2025/885 de la Comisión de 29 de abril de 2025 por el que se completa MiCA en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican los mecanismos, sistemas y procedimientos para prevenir, detectar e informar sobre el abuso de mercado, la plantilla que debe utilizarse para notificar la sospecha de abuso de mercado y los procedimientos de coordinación entre las autoridades competentes para la detección y sanción del abuso de mercado.*

Entre otras cuestiones, el Reglamento Delegado 2025/885 exige que los mecanismos y procedimientos para prevenir y detectar el abuso de mercado garanticen un nivel adecuado de análisis humano en la prevención, el seguimiento, la detección y la identificación de las operaciones y las órdenes. Asimismo, se emplearán sistemas de Tecnologías de la Información y Comunicación (“**TIC**”) que sean capaces de llevar a cabo la lectura, la reproducción y el análisis de los datos de los libros de órdenes, y que tengan capacidad suficiente para operar en un entorno de negociación algorítmica. Además, se permitirá que las funciones relacionadas con la prevención, el seguimiento, la

detección y la identificación de órdenes, operaciones u otros aspectos del funcionamiento de la tecnología de registros distribuidos puedan externalizarse a un tercero o delegarse en una persona jurídica que forme parte del mismo grupo. Por último, será necesario que se proporcione formación tanto para el personal que participa en la prevención, seguimiento, detección e identificación de abuso de mercado como para el personal que participe en el tratamiento de órdenes y operaciones o que esté a cargo del funcionamiento de la tecnología de registros distribuidos.

Finalmente, en desarrollo del artículo 92.3 de MiCA, ESMA publicó el 9 de julio de 2025 las *Directrices sobre las prácticas de supervisión de las autoridades competentes para prevenir y detectar el abuso de mercado en virtud de MiCA*⁴. El objetivo de dichas directrices es establecer prácticas de supervisión coherentes, eficientes y eficaces entre las autoridades competentes para prevenir y detectar las operaciones con información privilegiada, la divulgación ilícita de información privilegiada y la manipulación de mercado, así como garantizar la aplicación común, uniforme y coherente del Título VI de MiCA. Dichas directrices son de aplicación desde el 9 de octubre de 2025.

4. Conclusiones

Como se ha expuesto a lo largo de este artículo, han entrado en vigor dos normas europeas muy relevantes (el Reglamento Listing Act y MiCA) que, por un lado, modifican el régimen actual de abuso de mercado en relación con los instrumentos financieros admitidos a negociación y, por otro lado, establecen un régimen específico del abuso de mercado para los criptoactivos admitidos a negociación.

En España la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“**CNMV**”) es la autoridad competente

encargada de supervisar el cumplimiento de las normas de abuso de mercado derivadas tanto respecto de MAR como respecto de MiCA.

La supervisión del abuso de mercado siempre ha sido una prioridad para CNMV. En este sentido, en el Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación de 2024 de la CNMV se menciona que, de los 25 nuevos expedientes sancionadores incoados en 2024 por CNMV en los que se imputaron 53 presuntas infracciones, un total de 31 infracciones (es decir, más de la mitad) fueron infracciones de MAR (15 de manipulación de mercado y 16 de información privilegiada)⁵. De acuerdo con dicho informe, el importe de las multas impuestas por la CNMV en expedientes sancionadores en materia de abuso de mercado en 2024 ha sido de un total de 1.305.000 euros.

Asimismo, el pasado 16 de octubre de 2025 ESMA publicó un informe⁶ en el que se resumían las sanciones impuestas por las distintas autoridades competentes de los mercados de valores europeas en 2024. En este sentido, llama la atención que, de un importe total de multas de más de 100 millones de euros por incumplimiento de distintas normativas, más de 45 millones de euros de multas se refieren a incumplimientos de MAR, siendo la autoridad francesa quien multas de importe más elevado ha impuesto por incumplimientos de MAR, por más de 20 millones de euros.

En el ámbito de los mercados de criptoactivos, a pesar de las medidas introducidas por MiCA, existe un riesgo de que no se logre prevenir de forma efectiva el uso de información privilegiada, debido a las características estructurales y tecnológicas del ecosistema cripto y a las limitaciones regulatorias y de aplicación transfronteriza del marco regulatorio europeo. Así, la utilización en la operativa con criptoactivos de billeteras no custodiadas o los denominados “*smart contracts*”, contratos inteligente programables, suponen desafíos que podrían requerir desarrollos normativos adicionales a los actuales. Por otro lado, muchas plataformas

4 <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-supervisory-practices-prevent-and-detect-market-abuse-under-mica>

5 https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_ES_2024.pdf

6 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-10/ESMA43-1527801302-1828_Annual_Sanctions_Report_2025.pdf

de negociación y proveedores de servicios de criptoactivos operan fuera del ámbito territorial de la Unión Europea, en jurisdicciones con regulaciones menos estrictas o sin supervisión, lo que dificulta la aplicación extraterritorial de las disposiciones de MiCA.

La eficacia de MiCA dependerá en gran medida de la capacidad de los operadores, de las autoridades supervisoras y del legislador para antici-

parse a los riesgos que vayan surgiendo y adaptar el marco normativo a los desafíos que plantea un entorno descentralizado, global y dinámico.

Será interesante ver el impacto que estas nuevas normas producirán en los próximos años en el ámbito de los mercados, tanto de valores como de criptoactivos, y comprobar si esta normativa logrará los efectos deseados por el legislador europeo.



INCARI
Académico

INCARI
Analítico

INCARI
Docente

Datos e inteligencia de mercado



Mercados de capitales españoles: analizamos, desde 2003, las operaciones realizadas en el mercado regulado y en los SMN españoles, **con componente de capital riesgo**.

- Ofertas públicas de adquisición (**OPA**), incluyendo importe, prima y apalancamiento
- Ofertas públicas de venta (**OPV**), incluyendo acciones colocadas, *green shoe*, precio de salida, importe y *lock-up*.

También relacionamos:

- Firmas de *private equity* que cotizan en los mercados bursátiles.
- Índices internacionales de *private equity*, y sus principales componentes.

Estadísticas de Capital Riesgo

- Operadores del mercado (SGEIC, SGIIC, SGEEE, ECR gestionadas y autogestionadas).
- Patrimonio gestionado (FCR y SCR) y tipología inversores (LP).
- Número y análisis de las operaciones realizadas (inversión y desinversión)
- Localización geográfica de gestores e inversiones



Retribución de los Gestores (GPs) en los FIA cerrados en España: analizamos con Across Legal, SLP, los principales términos económicos aplicables en las relaciones entre LPs y GPs. (comisión de gestión, interés preferente, comisión de éxito).



Operaciones de inversión, desinversión y add-on: desde 1973, analizamos (hasta la fecha), más de 18.000 operaciones de **capital riesgo**, en España, accesibles a través de una base de datos única, donde es posible filtrar por tipo de inversión, sector, área geográfica, fecha, importe, partes y asesores implicados.



Informes de mercado: analizamos la evolución del mercado y elaboramos el Informe anual y el Boletín trimestral del mercado español **de capital riesgo**.



Directorios detallados de:

- Quien es Quien Capital Riesgo®: Inversores (Gestoras)
- Quien es Quien en servicios al Capital Riesgo: Asesores legales y financieros
- Empresas participadas por Capital Riesgo y *build-ups*
- *Rankings* de inversores y asesores por número de operaciones