

LA INCIDENCIA DE LAS TECNOLOGÍAS DE REGISTRO DISTRIBUIDO Y CRIPTOACTIVOS Y SU NORMATIVA DE DESARROLLO SOBRE LOS SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN Y LOS INVERSORES MINORISTAS¹

The incidence of the distributed ledger technology and cryptoassets and their development regulations on multilateral trading facilities and retail investors

ALEJANDRO LLOPIS BLANQUE

Profesor Ayudante de Derecho Mercantil. Universidad de Alicante
Referencia ORCID: 0000-0002-7455-3252

Revista de Derecho del Sistema Financiero 5
DOI: <https://doi.org/10.32029/2695-9569.01.03.2023>
Marzo 2023
Págs. 113–142

RESUMEN: En los últimos meses se ha publicado el Reglamento 858/2022, relativo al régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro distribuido, convirtiéndose, por lo tanto, en la primera de las normas del denominado paquete de finanzas digitales en ser aprobada. En el presente trabajo se analiza someramente dicha norma, junto con otras relacionadas, como el Proyecto de Ley de Mercado de Valores y Servicios de Inversión, o la Propuesta de Reglamento MiCA, para indagar cuál puede ser su impacto sobre el actual funcionamiento de nuestros mercados de valores, y sobre los inversores minoristas, especialmente en los sistemas multilaterales de negociación, pues es donde el

ABSTRACT: In recent months, Regulation 858/2022 has been published, concerning the pilot scheme for market infrastructures based on distributed ledger technology, becoming, therefore, the first of the rules of the so-called digital finance package in being approved. This paper briefly analyses this regulation, together with other related ones, such as the Draft Law on Securities Market and Investment Services, or the MiCA Regulation Proposal, in order to investigate its impact on the current functioning of our securities markets, and on the retail investors, especially on the multilateral trading facilities, since this is where the pilot Regulation is pretended to be enforced. As a sample of a possible effect, it

1. Este trabajo se ha realizado en el ámbito del Proyecto Nacional: Ministerio de Ciencia e Innovación. PID2020-118006RB-I00. M.J.P.T.S.E.D., otorgado por el Ministerio de Ciencia e Innovación en el marco de su programa de I+D+i 2020.

Reglamento piloto pretende aplicarse. Como muestra de un posible efecto, se expone el problema que actualmente generan en los sistemas multilaterales las denominadas distribuciones semipúblicas de valores, llegándose a la conclusión de que, al menos teóricamente, los criptoactivos y la tecnología TRD podrían ser una útil herramienta en la adopción de políticas más protectoras con los minoristas. Igualmente, este tipo de herramientas podrían incluso emplearse para facilitar a estos el acceso a instrumentos y productos que hasta ahora no podían o no les interesaba adquirir.

PALABRAS CLAVE: Criptoactivos – Distribuciones semipúblicas – Infraestructuras – Proyecto de ley – Registro distribuido.

is exposed the problem that in that multilateral trading facilities currently generate the so-called subsequent resale of securities, and concludes that, at least theoretically, cryptoassets and DLT technology could be a useful tool in the adoption of policies more protective with retail investors. Likewise, this kind of tools could even be used to facilitate them the access to instruments and products that, until now they could not or were nor interested in acquire.

KEYWORDS: Cryptoassets – Distributed ledger – Infrastructures – Draft Law – Semi-public distributions – Subsequent resale of securities.

Fecha de recepción: 14-11-2022

Fecha de aceptación: 16-12-2022

SUMARIO: I. PREÁMBULO. II. LAS NUEVAS INICIATIVAS: CRIPTOACTIVOS E INFRAESTRUCTURAS DE MERCADOS BASADAS EN LA TRD. 1. *El marco europeo: el paquete de finanzas digitales.* 1.1. ANTECEDENTES Y REPERCUSIÓN DE LOS CRIPTOACTIVOS ENTRE LA POBLACIÓN. NECESIDAD DE UNA REGULACIÓN UNITARIA. 1.2. LA PROPUESTA DE REGLAMENTO MICA. 1.3. EL REGLAMENTO (UE) 858/2022, SOBRE UN RÉGIMEN PILOTO DE INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO BASADAS EN LA TECNOLOGÍA DE REGISTRO DESCENTRALIZADO (RITRD). A. PRINCIPALES VENTAJAS. B. PRINCIPALES INCONVENIENTES. C. EXENCIONES, REQUISITOS, AUTORIZACIONES ESPECÍFICAS Y DEBER DE COOPERAR. 2. *El ámbito nacional: el Proyecto de LMVSI.* III. POSIBLES EFECTOS DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS Y SU NORMATIVA DE APLICACIÓN SOBRE LOS SMN Y LOS INVERSORES MINORISTAS. 1. *La tecnología TRD y los criptoactivos en los SMN.* 2. *El supuesto de las distribuciones semipúblicas en los SMN.* 2.1. CONTEXTUALIZACIÓN: LAS COLOCACIONES PRIVADAS DE VALORES. 2.2. LAS DISTRIBUCIONES SEMIPÚBLICAS. A. CONCEPTO. B. POSTURA DE LAS AUTORIDADES SUPERVISORAS. C. AFECTACIÓN A LOS INTERESES DE LOS INVERSORES. LA REGULACIÓN EN EL MERCADO NORTEAMERICANO. 3. *La influencia de los criptoactivos y la TRD sobre la regulación de las distribuciones semipúblicas.* IV. BIBLIOGRAFÍA.

I. PREÁMBULO

El principal fin de este trabajo es analizar algunos de los efectos más relevantes que las nuevas tecnologías y las recientes disposiciones en materia de representación, contratación y postcontratación de valores negociables pueden ejercer sobre los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y los inversores minoristas que acuden a estos mercados secundarios.

En lo atinente a la representación de dichos valores, el Proyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión² (en adelante,

2. Publicado en el Boletín Oficial de las Cortes Generales de 11 de enero de 2023. Disponible en: https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-114-7.PDF#page=1 [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

«PLMSVI»), ha fijado como nueva categoría, junto con los títulos y las anotaciones en cuenta, los sistemas basados en la tecnología de registros distribuidos³. Ello permitirá salvar el principal escollo que existe para la negociación de los denominados criptoactivos, ya que los mismos no son actualmente un modo de representación de valores negociables contemplado en el TRLMV⁴.

Junto a esta futura norma, de ámbito nacional, se ha publicado, a fecha de 2 de junio de 2022, el Reglamento UE 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre un régimen piloto de infraestructuras de mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado (en adelante, «RITRD»). Este último texto tiene por objeto el establecimiento de un sandbox regulatorio⁵ y la fijación de los requisitos aplicables en relación con dichos centros de negociación y postcontratación en materias como la concesión y revocación de autorizaciones para su creación; la concesión, modificación y revocación de exenciones a los requisitos fijados en la Directiva MiFID II, así como la fijación de condiciones a dichas dispensas; la gestión y supervisión de estas infraestructuras; y la cooperación entre sus organismos rectores y la AEVM (ESMA en inglés)⁶.

3. Art. 6.1 del PLMSVI, e, indirectamente, el art. 2.2 al referirse a los instrumentos financieros (categoría más amplia, que incluye a los valores negociables).
4. Véase, entre otros, BEDNARZ, Z. «La representación de acciones en forma de tokens en la blockchain», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 26, 2020, p. 8.
5. La definición de *regulatory sandbox* aparece en el apartado II de la EM de la Ley 7/2020, para la transformación digital del sistema financiero. Se aclara que el mismo es un «conjunto de disposiciones que amparan la realización controlada y delimitada de pruebas dentro de un proyecto que puede aportar una innovación financiera de base tecnológica aplicable en el sistema financiero, definida como aquella que pueda dar lugar a nuevos modelos de negocio, aplicaciones, procesos o productos con incidencia sobre los mercados financieros, la prestación de todo tipo de servicios financieros y complementarios o el desempeño de las funciones públicas en el ámbito financiero». La doctrina ha señalado que el sandbox del RITRD no es exactamente un *regulatory sandbox*, ya que no regula un espacio controlado de pruebas para cualquier tipo de proyecto. Tal y como se afirma en el dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la propuesta de Reglamento MiCA y sobre la propuesta de RITR (p. 7, apartado 3.27.), a partir del mismo se diseña un «espacio de experimentación en un ambiente controlado que permita exenciones temporales de las normas vigentes». Informe disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020AE4982&from=ES> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023]. Véase ZAPATA SEVILLA, J.: «Las lagunas del paquete de medidas sobre finanzas digitales de la UE. Especial referencia a las infraestructuras de los mercados», *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, n.º 3, 2022, p. 263.
6. La adopción de este tipo de herramienta informática viene impuesta por la necesidad de la técnica existente, en tanto que, desde su surgimiento en 2009, la *blockchain* o tecnología de registro distribuido es la base tecnológica necesaria para efectuar operaciones con criptoactivos. Para un mayor conocimiento sobre su funcionamiento, puede consultarse el *whitepaper* de Satoshi Nakamoto (seudónimo), «Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System», disponible en <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. También puede consultarse la versión de este documento en español en https://bitcoin.org/files/bitcoin-paper/bitcoin_es_latam.pdf [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

Estas novedades legislativas van a suponer una innovación, cuyo impacto aún está por determinar, no solo en la forma en que se comercie con valores negociables y demás instrumentos financieros, sino también en la propia estructura y funcionamiento de nuestros mercados de valores. Ello hace aconsejable exponer cuáles pueden ser las principales ventajas e inconvenientes que se generarán con el empleo de estas nuevas tecnologías, tanto para el propio sistema financiero en general, como para algunos de sus participantes (emisores, depositarios centrales de valores, inversores, etc.). Pero también invita a cuestionar si podrán solventar o, por lo menos, aliviar, algunos de los problemas clásicos de nuestros mercados que afectan a los inversores minoristas, como, por ejemplo, los concernientes a las denominadas distribuciones semipúblicas.

Por ello, se ofrecerán, a continuación, unas breves notas sobre las normas anteriormente mencionadas. Tras ello, se expondrán algunos de los principales efectos que las nuevas tecnologías que dichas disposiciones regulan pueden tener sobre los SMN, y sobre los inversores minoristas que acuden a los mismos buscando una fuente de inversión que ofrezca un determinado nivel de seguridad jurídica.

II. LAS NUEVAS INICIATIVAS: CRIPTOACTIVOS E INFRAESTRUCTURAS DE MERCADOS BASADAS EN LA TRD

1. EL MARCO EUROPEO: EL PAQUETE DE FINANZAS DIGITALES

1.1. Antecedentes y repercusión de los criptoactivos entre la población. Necesidad de una regulación unitaria

Los criptoactivos y la tecnología de registro distribuido (TRD, o DLT en inglés)⁷ surgieron hace más de una década, y, aunque ya desde el principio

7. Debe distinguirse el término «distribuido» del de «descentralizado» en el ámbito de esta nueva tecnología de almacenamiento e intercambio de información. El primero hace referencia a que los datos se encuentran almacenados en nodos (máquinas físicas o virtuales) y que todos los nodos que constituyen la red contienen una copia total o parcial de los registros de todas las operaciones (art. 2, numeral 4 del RITRD). Por ello, si cualquiera de dichos nodos sufriese un perjuicio, la información almacenada no quedaría alterada, en tanto que el resto de máquinas seguirían almacenando todos los datos. Por su parte, «descentralizado» indica que, en una red *blockchain*, todos sus nodos tienen un poder de decisión y actuación iguales. Todos los sistemas TRD/DLT son distribuidos, pero no todos son descentralizados, en tanto que, en muchas redes privadas, los creadores o administradores de las mismas pueden reservarse la potestad de decisión sobre qué datos pueden intercambiarse y qué usuarios están autorizados a hacerlo. Véase PREUKSCHAT, A.: «Los fundamentos de la tecnología blockchain» en PREUKSCHAT, A. (Coord.): *Blockchain: La revolución industrial de internet*, Gestión 2000, 2018, pp. 27 a 30. El empleo del término «descentralizado» parece encontrarse únicamente en la versión española de los textos legales europeos. Quizá deba atribuirse, como ya ha indicado alguna autora, a la falta de conocimientos técnicos de los traductores.

tuvieron por fin servir como alternativa al dinero fiduciario, no fue hasta el 2013 cuando las autoridades europeas comenzaron a considerarlos como un elemento relevante dentro de nuestro panorama económico⁸. Desde entonces, las funciones de este tipo de activos se han multiplicado, llegando a abarcar el ámbito financiero (al funcionar en muchos casos como instrumentos de esta naturaleza) o el de los servicios en línea (al servir como medios de acceso a los contenidos ofertados en una plataforma basada en la TRD).

Por esta razón, el 24 de septiembre del año 2020, la Comisión Europea presentó el mencionado «paquete de finanzas digitales», una estrategia regulatoria formada, principalmente, por cuatro iniciativas legislativas, con el fin de colmar las lagunas existentes en cuanto a estas nuevas tecnologías. Dichas disposiciones tienen por objeto el establecimiento de una infraestructura de centros de negociación y postcontratación basados en la TRD⁹; la fijación de requisitos de transparencia, autorización, supervisión, funcionamiento y gobernanza con respecto a los emisores y proveedores de servicios de criptoactivos¹⁰; la imposición de requisitos uniformes relativos

Cfr. PALÁ LAGUNA, R: «La aplicación de la MIFID II y la teoría del caos», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 24, 2019, p. 4. No obstante, parece que este error ha sido corregido, al menos, en el PLMVSI, en el que se emplea, adecuadamente, el término «distribuido».

8. Una de las primeras declaraciones públicas efectuadas por las autoridades europeas fue la advertencia de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en inglés) lanzada a los consumidores («Warning to consumers on virtual currencies») con respecto a las monedas virtuales. En la misma, se explicaba brevemente qué son este tipo de activos, y cuáles eran los principales riesgos que sus usuarios afrontaban: su falta de regulación y protección, y la posibilidad de que las claves de las carteras virtuales donde se almacenan dichas monedas (*wallets*) pudiesen ser objeto de robo. Disponible en <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/598344/b99b0dd0-f253-47ee-82a5-c547e408948c/EBA%20Warning%20on%20Virtual%20Currencies.pdf?retry=1> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023]. A dicha advertencia siguió, en 2014, un informe (*Opinion*) del mismo ente sobre la materia. Disponible en: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/657547/81409b94-4222-45d7-ba3b-7deb5863ab57/EBA-Op-2014-08%20Opinion%20on%20Virtual%20Currencies.pdf?retry=1> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023]. También ha de tenerse en cuenta la «Resolución del Parlamento Europeo, de 26 de mayo de 2016, sobre monedas virtuales», en la cual se expuso que este tipo de criptoactivos ofrecían una serie de ventajas, como la reducción de los costes operacionales y de funcionamiento de los pagos en línea o del acceso a la financiación; aumentando la resiliencia y velocidad de los sistemas de pago y comercio de los bienes y servicios; el ofrecimiento de un mayor nivel de privacidad; o la posibilidad de fusionar diferentes tipos de mecanismos de pago. Igualmente, especificaron cuáles eran los principales riesgos asociados, como la inseguridad jurídica, la alta volatilidad de estas monedas virtuales, la ausencia de estructuras de gobernanza flexibles, la limitada capacidad de intervención de las autoridades reguladoras en las mismas, el alto consumo energético, la falta de transparencia, etc. La resolución está disponible en: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0228_ES.pdf [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].
9. El mencionado RITRD.
10. Propuesta de Reglamento relativo al mercado de criptoactivos (MiCA, en inglés).

a la seguridad de las redes y los sistemas de información que sustentan los procesos empresariales de las entidades financieras¹¹; y, por último, la adaptación de la normativa del sector financiero a todas estas innovaciones¹². De dichas propuestas, a fecha de enero del 2023, solo el RITRD y DORA han sido aprobados.

En los últimos años, el uso de los criptoactivos, tanto entre los inversores minoristas como entre los institucionales, ha sufrido un crecimiento exponencial¹³. Durante el 2021, se ha realizado en Europa un 25% del volumen total de transacciones de criptoactivos a nivel global, siendo España el quinto país del continente que más operaciones de este tipo ejecuta, con un 12% de su población adulta poseedora de esta clase de bienes¹⁴. No obstante, ello no ha llevado aparejado un apropiado nivel de conocimiento por parte del público inversor minorista acerca de su naturaleza o sobre los riesgos asumidos por su adquisición¹⁵.

Actualmente, en nuestro país, la principal norma en vigor de carácter nacional en esta materia es la Circular 1/2022, de la CNMV, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión¹⁶. Con el PLMVISI, nuestro legislador pretende, entre otros

11. Reglamento 2022/2554, de 14 de diciembre, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero (DORA, en inglés).
12. Propuesta de Directiva por la que se modifican las Directivas 2006/43/CE, 2009/65/CE, 2009/138/UE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/65/UE, (UE) 2015/2366 y (UE) 2016/2341.
13. Conforme al gobernador del Banco de España, los servicios de finanzas descentralizadas han multiplicado por cuatro su tamaño en tan solo un año. Véase su discurso ante El Observatorio de Finanzas del diario El Español, de 21 de febrero de 2022. Disponible en <https://www.bde.es/ff/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc210222.pdf> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023]. Igualmente, para un estudio más detallado del incremento del empleo de los sistemas de finanzas descentralizadas, y de la evolución del precio de los principales criptoactivos a nivel internacional, véase MAOUCHI, Y; CHARFEDDINE, L; EL MONTASSER, G: «Understanding digital bubbles amidst the COVID-19 pandemic: Evidence from DeFi and NFTs», *Finance Research Letters*, n.º 47, 2022. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S15612321005341> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].
14. Véase el «Informe de Estabilidad Financiera 2022» del Banco de España, pp. 147 a 176. Disponible en https://www.bde.es/ff/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/22/IEF_2022_1_CapE.pdf [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].
15. En su «Research Note: Cryptoasset consumer research 2021», la Financial Conduct Authority británica expuso que un 17% de los titulares de criptomonedas distintas de *bitcoin* creían tener algún tipo de protección jurídica similar a la establecida para los instrumentos financieros. Documento disponible en: <https://www.fca.org.uk/publications/research/research-note-cryptoasset-consumer-research-2021> [fecha de última consulta, 19 de enero de 2023].
16. Aunque esta materia está apareciendo en otro tipo de disposiciones, para adaptarlas a las nuevas necesidades y actividades económicas. Por ejemplo, la Ley 10/2010, de prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, tras la modificación sufrida por el RDL 7/2021, incluye ahora en su artículo 1 la definición de moneda

objetivos, paliar la laguna legal existente, adaptando el RITRD, la propuesta de Reglamento MiCA, el Reglamento DORA, y trasponiendo la propuesta de Directiva previamente mencionada. Junto a ello, debe tenerse en cuenta que, en nuestro entorno regulatorio, se han publicado en los últimos años normas que pretenden organizar el comercio de valores a través de criptoactivos¹⁷. Todo lo anterior provoca una desarmonización en el ámbito de la Unión Europea, que el paquete de finanzas digitales pretende solventar, a fin de evitar un panorama de arbitraje regulatorio, fragmentación y vacío legal; así como garantizar la estabilidad financiera, la transparencia, la integridad del mercado y la protección de los inversores¹⁸.

1.2. La propuesta de Reglamento MiCA

Como ya se ha venido exponiendo, a nivel de la UE las principales propuestas sobre activos digitales se han materializado en el RITRD y en la propuesta de Reglamento MiCA. Ambas normas mantienen una estrecha relación, siendo su ámbito de aplicación ligera pero significativamente distinto.

Por un lado, MiCA surgió con la finalidad de fijar una definición de criptoactivo que permitiese cubrir el vacío legal existente en el ordenamiento jurídico europeo con respecto a aquellos activos digitales que no encajaran dentro del concepto de instrumento financiero¹⁹, y, al mismo tiempo, determinar cuáles de ellos quedaban incluidos dentro de su ámbito de aplicación, y cuáles debían regularse por otras normas. En primer lugar, aunque el concepto de criptoactivo, junto con el de token, es un punto objeto de constante revisión y debate, en MiCA se entiende por tal «una representación digital de valor o derechos que puede transferirse y almacenarse electrónicamente, mediante la tecnología de registro

virtual, entendiéndose por tal «aquella representación digital de valor no emitida ni garantizada por un banco central o autoridad pública, no necesariamente asociada a una moneda legalmente establecida y que no posee estatuto jurídico de moneda o dinero, pero que es aceptada como medio de cambio y puede ser transferida, almacenada o negociada electrónicamente».

17. Véase, por ejemplo, el caso de Francia, con su «LOI n.º 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises» (artículos 85 y 86), o el de Alemania, con la «Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren».
18. Considerando 6 del RITRD. Igualmente, el Comité de Finanzas de la Cámara de Diputados Italiana, p. 2. Disponible en [https://connectfolx.europarl.europa.eu/connefof/app/exp/COM\(2020\)0594](https://connectfolx.europarl.europa.eu/connefof/app/exp/COM(2020)0594) [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].
19. Fue a raíz del informe de la AEVM, de 2019, cuando se constató que existía esta laguna, dado que la agencia europea consideró que muchas de las nuevas variantes de criptoactivos no encajaban dentro del ámbito de aplicación de la Directiva MiFID II. Véase «Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets», p. 5. Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

descentralizado o una tecnología similar» (art. 3, numeral 2)²⁰, definición extraída de las recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI, FAFT en inglés)²¹. Los criptoactivos han sido clasificados como una subcategoría de tokens²² que se emplean en los sistemas de *blockchain*. No obstante, la determinación del concepto de token y de criptoactivo, más allá de la definición legal de MiCA, no es, ni mucho menos pacífica²³.

Teniendo en cuenta la definición ofrecida, ha de señalarse que el ámbito de aplicación de MiCA se circunscribe, principalmente, a tres subcategorías de criptoactivos: las denominadas fichas de servicio, las fichas referenciadas a activos y las de dinero electrónico²⁴. Empero, también

20. En el presente trabajo, al hacer referencia a algún artículo o considerando de MiCA, se estará empleando, salvo que se indique otra cosa, la versión publicada el 5 de octubre de 2022. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_13198_2022_INIT&from=EN [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

21. Considerando 8 de MiCA. El GAFI define los activos virtuales como «una representación de valor que puede ser negociada digitalmente, o transferida, y que puede ser usada para pagar o con propósito de inversión [...]». Dicha definición se encuentra en la p. 132 de las recomendaciones, «FATF Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets». Disponibles en <https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF%20Recommendations%202012.pdf> [fecha de última consulta: 13 de enero de 2023].

22. Por tokens podemos entender aquellas unidades de información en soporte electrónico que reúnen características especialmente apropiadas para garantizar su control, seguridad y transmisibilidad. Véase MADRID PARRA, A.: «Del valor anotado al 'tokenizado'», *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, n.º 3, 2022, pp. 69 y 70.

23. Véase HERRERO MORANT, R.: «La tecnología DLT en el mercado de valores, en especial respecto de las acciones de las sociedades cotizadas. Aspectos generales y análisis de una posible desintermediación del mercado», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 26, 2020, p. 3. Asimismo, BLANDIN, A., CLOOTS, A. S., HUSSAIN, H.; RAUCHS, M., SALEUDDIN, R., ALLEN, J. G., ZHANG, B. Z., CLOUD, K.: «Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study», *University of Cambridge. Judge Business School*, 2019, p. 15. Disponible en: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2019-04-ccaf-global-cryptoasset-regulatory-landscape-study.pdf> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023]. En esta última obra, se admite la falta de una terminología clara y común, sin un acuerdo sobre los límites existentes, siendo los mismos algunas veces intercambiables, y dependientes del contexto en el cual se emplean.

24. Véase Considerando 9 MiCA. Las fichas de servicio son aquellos criptoactivos cuya finalidad es dar acceso digital a un bien o servicio, disponible mediante TRD, y aceptado únicamente por su emisor. Por su parte, las referenciadas a activos tienen por fin servir como medio de pago o depósito de valor, y buscan la estabilidad de su precio a través de referenciarse a varias monedas de curso legal, una o varias materias primas, uno o varios criptoactivos, o una cesta de activos. Las fichas de dinero electrónico también buscan servir como medio de pago, pero se referencian a una única moneda fiat. No obstante, ninguno de estos bienes puede ser considerado como dinero electrónico, al no cumplir con los requisitos de la Directiva 2009/110, de 19 de septiembre, ni tan siquiera ostentar la categoría de simple dinero, al no ser reconocidas por el Estado

incluye una cláusula general para todos aquellos activos que no encajen en esas subcategorías, pero no estén expresamente excluidos (art. 4 MiCA). Se omite de la regulación a las criptomonedas nativas²⁵, en tanto que no suponen una «representación» de valores o derechos preexistentes, sino que el valor nace con las mismas²⁶. El art. 2 contempla aquellos cryptoactivos expresamente excluidos. La propuesta inicial adoptada por la Comisión²⁷ hacía referencia a aquellos activos virtuales que funcionasen como instrumentos financieros, dinero electrónico, los depósitos o depósitos estructurados y titulizaciones. No obstante, en las últimas versiones se han llevado a cabo diversas modificaciones²⁸, de entre la que cabe destacar la exclusión explícita de los denominados tokens no fungibles (NFT en inglés), es decir, aquellos que son únicos y no intercambiables por otros cryptoactivos, incluyendo el arte digital y los coleccionables, y cuyo valor es atribuible a sus características únicas y a la utilidad que le da a su propietario. También entran dentro de esta categoría aquellos cryptoactivos que representen servicios o activos físicos que son únicos y no fungibles, como los bienes inmuebles²⁹. En punto al tratamiento de los NFT, parece que se ha adoptado una postura de carácter funcional, en tanto que, si los mismos se fraccionan, representando porciones del activo subyacente, dichas divisiones sí serán fungibles entre sí, por lo que deberá analizarse cada caso para considerar si se tratan de instrumentos financieros o no. Igualmente, si de las propias características del cryptoactivo se infiere que el mismo es fungible o no único, se valorará si se le comprende dentro del ámbito de aplicación de MiCA³⁰.

como un «medio de pago irrecusable en aquellas obligaciones que tienden a procurar al acreedor un poder patrimonial de adquisición de otros bienes económicos». Véase RABASA MARTÍNEZ, I.: «Integración del capital social con criptomonedas» *RDS*, n.º 53, 2018, p. 3; y GARRIGUES, J.: «El dinero como objeto de la actividad bancaria», *RDM*, n.º 67, 1958, p. 3.

25. Es decir, las que se generan por la propia infraestructura como recompensa a los nodos que efectúan el proceso computacional necesario para transmitir las operaciones en los bloques de una *blockchain*. Sobre esta definición, véase ANNUNZIATA, F.: «Speak, if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings», *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, n.º 2636561, 2019, p. 4. En dicho trabajo, el autor habla de «criptomonedas» para diferenciarlas de los *tokens*, cuya principal divergencia con las primeras estriba en que estos son emitidos por un sujeto para efectuar algún tipo de negocio jurídico.
26. Véase MADRID PARRA, A.: «Del valor anotado al ‘tokenizado’», *op. cit.* p. 77. Igualmente, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.: «Cryptoactivos negociables y fichas de servicio (tokens no monetarios) en la propuesta de reglamento europeo de mercados distribuidos o blockchain» *Revista de Derecho del Mercado de valores*, n.º 28, 2021, p. 7.
27. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].
28. Por ejemplo, se elimina de la lista al dinero electrónico y los depósitos estructurados, y se incluyen los fondos, las posiciones de titulización, determinados tipos de seguros, planes, productos y fondos de pensiones, así como determinados planes de seguridad social.
29. Considerando 6b y art. 2a de la versión de 5 de octubre.
30. Considerando 6c de la versión de 5 de octubre. Con respecto a la consideración de los NFT fraccionados como instrumentos financieros, véase ESPUGA TORNÉ, G.:

Siendo la finalidad del presente trabajo el análisis de la incidencia de la nueva regulación en materia de instrumentos financieros, la propuesta MiCA tiene una función relevante, pero secundaria, en tanto que forma parte del conjunto de medidas encaminadas a adaptar la normativa europea a las nuevas tecnologías. Asimismo, ofrece una definición legal de criptoactivo y regula activos digitales muy similares a los instrumentos financieros, por lo que puede proporcionar valiosos criterios interpretativos, e incluso podría plantearse su aplicación por analogía, si fuese necesario.

1.3. El Reglamento (UE) 858/2022, sobre un régimen piloto de infraestructuras de mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado (RITRD)

Por otro lado, el RITRD, aunque tiene por objeto las cuestiones previamente expuestas con respecto al régimen piloto de estas nuevas infraestructuras, contempla, indirectamente, los instrumentos financieros. En concreto, podrán ser objeto de negociación en estos nuevos centros de contratación aquellas acciones, bonos o participaciones en organismos de inversión colectiva que se representen a través de criptoactivos y cuyos emisores cumplan con determinados límites máximos de capitalización, volumen de emisión o valor de mercado (art. 3 RITRD). Estos valores podrán ser activos virtuales «nativos», es decir, aquellos que hayan sido creados y emitidos por primera vez en la propia red de la TRD; o «heredados», cuando existieran previamente en el mundo real (como títulos o anotaciones en cuenta) y pasen a ser representados como criptoactivos³¹.

Lo relevante de esta norma se halla en la posibilidad que ofrece, tanto a emisores, inversores y depositarios centrales de valores (DCV)³², de emitir,

«Régimen jurídico de los tokens no fungibles (NFT). Breve referencia a su posible consideración como valores negociables», *Derecho Digital e Innovación*, n.º 12, 2022, p. 5. Del mismo modo, el GAFI ha establecido que los NFT no entran dentro de la categoría de activos virtuales (anteriormente mencionada) cuando tengan una finalidad meramente de coleccionismo, pero también estima que habrá de analizarse la naturaleza de cada NFT, para comprobar si su finalidad es o no la de servir como instrumento de pago o de inversión (en cuyo caso sí serían considerados como activos virtuales). Véase «Updated Guidance for a risk-based approach. Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers», p. 24. Disponible en <https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/Updated-Guidance-VA-VASP.pdf> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

31. La doctrina entendió que, en la propuesta de RITRD, no existía la posibilidad de incluir los criptoactivos «heredados», al llevar a cabo una interpretación literal del término «valores negociables basados en la TRD» que aparecía en el art. 2 numeral 5. Al haber desaparecido esta definición del texto definitivo, no hay motivo para concluir que se realiza algún tipo de exclusión. Véase GARCÍA MARTÍNEZ, L. M.^a: «Infraestructuras de mercado basadas en tecnología de registro distribuido (TRD): El futuro régimen piloto de la UE», *Revista de Derecho del Mercado de valores*, n.º 29, 2021, p. 7.
32. La noción de DCV aparece en el art. 2.1 numeral 1 del Reglamento 909/2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la UE y los DCV. En él se establece que tendrán

negociar y liquidar los valores expresamente regulados en la norma de forma unitaria, al menos cuando se incluyan en un sistema de negociación y liquidación (SNL).

Este régimen piloto no es pionero en el marco internacional, pues en países como Estados Unidos, Suiza, Australia o Alemania ya se han implementado proyectos similares, tanto centrados exclusivamente en liquidación de valores como comprendiendo también procesos de negociación de los mismos. Incluso entidades privadas, como el Banco Santander, han emitido bonos a través de este tipo de infraestructuras³³. Con un marco temporal de aplicación acotado al 2029³⁴, se pretende proporcionar a los organismos rectores de estas novedosas infraestructuras información suficiente para adaptar sus modelos de negocio a cualquier modificación que del sistema piloto se realice, y posibilitar que la AEVM y la Comisión Europea recopilen información de utilidad (Considerando 48).

Conforme al RITRD (art. 2, numeral 5), la nueva infraestructura de mercado basada en la TRD podrá ser un SMN³⁵, un sistema de liquidación

dicha consideración las personas jurídicas que gestionen un sistema de liquidación de valores conforme a lo recogido en el punto 3 de la sección A Anexo de dicho Reglamento, y que preste al menos otro de los servicios básicos enumerados en dicha sección (los otros dos servicios básicos son los de registro inicial de los valores –servicio de notaría– y los de provisión y mantenimiento de cuentas de valores en el nivel superior de tenencia –servicio central de mantenimiento–). En nuestro ordenamiento, IBERCLEAR es la sociedad privada encargada de llevar a cabo estas funciones en los mercados secundarios. Para un mayor desarrollo de la figura del DCV, véase TAPIA HERMIDA, A.: «La post-contratación en los mercados secundarios de valores: el sistema de compensación y liquidación de valores», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 2017, pp. 76 y ss. Disponible en <https://eprints.ucm.es/id/eprint/41494/> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023]. Igualmente, sobre los DCV e IBERCLEAR, HERRERO MORANT, R.: «La tecnología DLT en el mercado de valores, en especial respecto de las acciones de las sociedades cotizadas. Aspectos generales y análisis de una posible desintermediación del mercado», *op. cit.* p. 6.

33. Véase GARCÍA MARTÍNEZ, L. M.³: «Infraestructuras de mercado basadas en tecnología de registro distribuido (TRD): El futuro régimen piloto de la UE...», *cit.*, p. 3.
34. Período de tiempo máximo que se deduce de lo dispuesto en el art. 14. En el mismo se indica que, a más tardar el 24 de marzo de 2026, la AEVM deberá presentar ante la Comisión Europea un informe detallado sobre el funcionamiento y características de todas las infraestructuras que hayan surgido, así como de los valores negociados, entre otros datos. Con base a ese informe, la Comisión planteará el suyo propio frente al Parlamento y el Consejo Europeos, en el cual, realizando un análisis coste-beneficio, deberá proponer, entre otras cuestiones, si el proyecto debe obtener una única prórroga de tres años de duración, como máximo.
35. Un SMN es todo aquel sistema multilateral (sistema o dispositivo en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de los instrumentos financieros de múltiples terceros) operado por una empresa de servicios de inversión o por un organismo rector del mercado que permite reunir –dentro del sistema y según normas no discrecionales– los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con el Título II de la Directiva MiFID II (arts. 2 numeral 19 y 22 de la Directiva MiFID II, así como el art. 42.2, letra «b» del PLMSVI).

(SL)³⁶ o un SNL³⁷. Es decir, que las nuevas infraestructuras podrán centrarse únicamente en los servicios de contratación, en los de postcontratación, o en ambos. Empero, solo se admite que estos centros de negociación sean, de momento, SMN, por lo que los mercados regulados no podrán adoptar este régimen de representación de valores³⁸.

A. Principales ventajas

Las principales ventajas que pretende ofrecer están relacionadas con una mayor velocidad de las transacciones, en tanto que su liquidación y validación se efectuaría de forma simultánea, o casi, sin necesidad de intermediarios³⁹. Ello llevará aparejado un incremento de la liquidez, al facilitarse tanto la inversión como la desinversión, y una reducción del denominado «riesgo de principal» (riesgo de impago o de entrega), al reducirse o eliminarse el período de validación; así como del «riesgo de contrapartida» derivado del lapso de tiempo necesario para la liquidación⁴⁰. Por otro lado, la posibilidad de que los propios inversores puedan acudir a estos centros y negociar directamente (arts. 4.2. y 5.5. RITRD) la compraventa de valores supondrá para ellos un ahorro de costes en cuanto al pago de comisiones a los intermediarios. Asimismo, el hecho de que exista un registro de la información generada por el sistema en cada nodo, favorecerá la transparencia⁴¹. Por último, el régimen unitario de autorización (arts. 8.11, 9.11

36. Un SL basado en la TRD es un sistema de liquidación que liquida operaciones con instrumentos financieros basados en la TRD contra el pago o la entrega, con independencia de que dicho sistema de liquidación haya sido reconocido y notificado de conformidad con la Directiva 98/26/CE, y que permite el registro inicial de instrumentos basados en la TRD o permite la prestación de servicios de custodia en relación con los instrumentos financieros basados en la TRD (art. 2, numeral 7 del RITRD).

37. Un SNL es un SMN basado en la TRD, o un SL basado en la TRD que combina servicios prestados por un SMN basado en la TRD y un SL basado en la TRD (art. 2, numeral 10 del RITRD).

38. Por un lado, en la propia definición de los SMN basados en la TRD y la de los SNL queda constatado que se tratan de SMN. Por otro, los SL liquidarán operaciones de centros de negociación basados en TRD, siendo los únicos contemplados los dos anteriormente mencionados. Por lo que no se incluyen ni los mercados regulados ni los sistemas organizados de contratación. Tampoco incluye a estos centros de negociación el PLMVSI, en tanto que su artículo 6, apartado 1, limita la representación de los valores negociables a través de la TRD al marco del RITRD.

39. Cuando, con el sistema actual, se tardan dos o más días en llevar a cabo la liquidación definitiva de las transacciones. Véase ZAPATA SEVILLA, J.: «Las lagunas del paquete de medidas sobre finanzas digitales de la UE. Especial referencia a las infraestructuras de los mercados» *op. cit.* p. 261.

40. Estos inconvenientes no afectan, en principio, a los beneficios, derechos y obligaciones inherentes a la titularidad de las acciones y valores equivalentes, en tanto que los mismos pertenecerán al adquirente, no desde el momento de la liquidación, sino desde la fecha de compra en el correspondiente centro de negociación (art. 95.3 TRLMV y 82.3 PLMVSI).

41. Véase O'FLYNN, A.: «El Reglamento (UE) 2022/858 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado (TRD)», *La Ley Mercantil*, n.º 95, 2022, p. 3; GARCÍA MARTÍNEZ, L. M.ª:

y 10.11 RITRD) que permite operar en todos los Estados miembros, puede ser una buena medida en aras de conseguir una unión de los mercados financieros.

B. Principales inconvenientes

Lo mencionado es la cara de una moneda cuya cruz la podemos encontrar, por un lado, en la fragmentación que podría producirse de los fondos de cobertura y liquidez, derivada de la proliferación de una serie de infraestructuras que no serían interoperables, lo cual podría, también, afectar a la política monetaria⁴².

Por otro lado, algunas de las ventajas enunciadas pueden suponer, a su vez, riesgos para el correcto funcionamiento de la infraestructura y para la protección de los diversos intereses afectados. Por ejemplo, en lo relativo a la liquidez, si bien es cierto que puede incrementarse debido a la facilidad para entrar y salir de los centros de negociación, también es posible que se vea afectada de forma negativa, al poder ser los valores negociados más volátiles que los que se comercian en los centros tradicionales de contratación⁴³. Aunque este problema podría ser solucionado, o al menos atemperado, acudiendo a la figura del contrato de liquidez, tal y como se

«Infraestructuras de mercado basadas en tecnología de registro distribuido (TRD): El futuro régimen piloto de la UE...», cit., p. 2. Para los emisores, se ha llegado a afirmar, podría incluso implicar que pudiesen conocer con mayor facilidad la identidad de sus accionistas. No obstante, debe tenerse en cuenta que, si bien la tecnología TRD mejora la trazabilidad de los valores negociados, en nuestro ordenamiento el término accionista hace referencia a aquellos sujetos que constan en los registros de las personas que participen en el mercado (intermediarios financieros y, ahora, también personas físicas), las cuales pueden ser meros intermediarios entre de los accionistas finales que actúen en nombre propio y por cuenta ajena. Se produce, pues, un «desdoblamiento o disociación de la titularidad en un titular formal (titular registral, titular contable o accionista aparente o fiduciario, sin interés real, efectivo y económico en las acciones) y un titular material, efectivo o final [...]» que no constaría más que en los registros de dicho intermediario, y no en los de la sociedad. Véase GALLEGO SÁNCHEZ, E.: «El derecho de la sociedad emisora a conocer la identidad de sus accionistas», en AA.VV.: *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, Aranzadi, 2019, pp. 228 y 229.

42. En tanto que, cuando un SL no tenga acceso al dinero del BCE para liquidar sus operaciones, podrá acudir al dinero de banco comercial o a fichas de dinero electrónico, lo que implica una menor influencia de la institución europea sobre este tipo de sistemas. Véase el dictamen del BCE, de 28 de abril de 2021, sobre la propuesta de RITRD (apartados 2.2 y 2.3). Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021AB0015&from=ES> [fecha de última consulta: 6 de noviembre de 2022].

43. Si bien la volatilidad es un problema característico de las monedas virtuales sin respaldo (e incluso de las stablecoins), parece razonable suponer que, al menos en un primer momento, la novedad que para el público inversor suponen estas nuevas infraestructuras de contratación traiga consigo episodios de fluctuaciones de precios (y, por ende, de la oferta y la demanda) mayores que las de acciones que se negocien en SMN tradicionales, por ejemplo.

contempla, por ejemplo, en la propuesta de Reglamento MiCA (considerando 40)⁴⁴.

Otra de las innovaciones de los sistemas TRD, la posibilidad de que las personas físicas y jurídicas que en los SMN y SL⁴⁵ no estaban autorizadas para operar en los mismos, puedan hacerlo, implica, por un lado, que las mismas no se verán sometidas al análisis de riesgos fijado por el art. 89 del Reglamento 2017/392⁴⁶, sino a otros criterios mucho más difusos, como pueda ser la honorabilidad, o la constatación de que posean «un nivel suficiente de capacidad, competencia, experiencia y conocimientos» en negociación o liquidación de valores⁴⁷. Por otra parte, cuando estas personas (en especial pequeños inversores y PyMES)⁴⁸ realicen operaciones de liquidación de efectivo con sujetos que, aun estando autorizados, no ostenten la categoría de entidades de crédito, se verán fuera del ámbito de aplicación de los sistemas de garantías de depósitos fijados en la Directiva 2014/49⁴⁹. Y, en último lugar, al prescindirse de la intervención de inter-

44. Para mayor conocimiento sobre esta figura, véase CACHÓN BLANCO, J. E.: «Aproximación al marco jurídico de las relaciones de liquidez en el mercado de valores y, en particular, el contrato bursátil de liquidez», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 56. 1994. Aranzadi, pp. 972 a 975. Asimismo, LLOPIS BLANQUE, A.: «El contrato de liquidez y el abuso de mercado» en GONZÁLEZ CASTILLA, F. y NIETO CAROL, U. (dirs.): *Retos de la contratación mercantil moderna*, Tirant lo Blanch, 2022, pp. 767 a 787.

45. Esta innovación no aparece contemplada para los SNL.

46. Que completa el Reglamento 909/2014, el cual, en sus artículos 33.5, 49.5, 52.3 y 53.4, fija la necesidad de establecer una serie de requisitos para acceder a un sistema de liquidación de valores, así como los controles que los DCV deben realizar sobre los solicitantes.

47. Criterios como el de honorabilidad o experiencia no son ajenos a la regulación de la postcontratación de nuestros mercados de valores, si bien hasta ahora estaban contemplados para la alta dirección y los accionistas y socios con participaciones significativas (art. 27 de los Reglamentos 648/2012 y 909/2014, y 58 y 59 del RD 878/2015).

48. Debe señalarse que, entre los sujetos admitidos como participantes de estas infraestructuras, también habría de considerarse a las comunidades de bienes, según la última jurisprudencia del Tribunal Supremo, que les reconoce personalidad jurídica. Sobre el análisis jurisprudencia de la materia, véase FENOLLAR GONZÁLEZ, M.: «El reconocimiento jurisprudencial de la personalidad jurídica de las comunidades de bienes con actividad empresarial (a propósito de las sentencias del Tribunal Supremo 469/2020, de 16 de septiembre de 2020 y 4070/2020, de 10 de diciembre de 2020)», *RDS*, n.º 65, 2022.

49. Por lo tanto, y como ya comentó algún autor, se estaría debilitando la red de seguridad creada en la UE frente a las crisis bancarias y financieras. Esta red estaría formada por tres pilares: un mecanismo único de supervisión en el ámbito del BCE, uno de resolución bancaria para gestionar las crisis, y, en tercer lugar, por el sistema de garantía de depósitos. Véase ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: «Comentario a la Directiva 2014/49/UE relativa a los sistemas de garantía de depósitos», *Revista General de Derecho Europeo*, n.º 38, 2016, p. 174. Este sistema de garantía viene a realizar, pues, una función social, de protección a los perjudicados cuando estos son, presumiblemente, sujetos que se hallan en una posición de relativa vulnerabilidad. Función social que ya ha sido otorgada a otras instituciones similares, como el seguro. Véase LLORCA GALIANA, J.: «El conflictivo aseguramiento del dolo en los contratos de seguro de responsabilidad

mediarios en la negociación de los valores, los pequeños inversores y las PyMES se ven desprovistos de las funciones de asesoramiento y controles que tienen por fin prevenirles de que lleven a cabo operaciones que no son capaces de comprender y que pueden causarles un perjuicio patrimonial que no se hallen en condiciones de asumir⁵⁰.

C. Exenciones, requisitos, autorizaciones específicas y deber de cooperar

Para intentar garantizar un correcto funcionamiento del sistema, el RITRD sujeta a las entidades rectoras de los SMN a los requisitos del Reglamento 600/2014 y a la Directiva MiFID II, a las de los SL, al Reglamento 909/2014, y a las de los SNL, a los tres anteriores⁵¹. No obstante, dichas entidades rectoras podrán solicitar exenciones a la aplicación de determinados preceptos de las normas citadas⁵², siempre y cuando cumplan con los requisitos específicos de cada exención (arts. 4, 5 y 6), y con los contenidos en el art. 7, referidos, entre otros, al establecimiento de planes de negocios claros y detallados, al suministro de información sobre el funcionamiento de los sistemas o los servicios que los actores pueden efectuar en los mismos, a la determinación de criterios proporcionales sobre ciberseguridad, etc. Algunos de estos últimos se tendrán en cuenta, también, para la concesión de las autorizaciones específicas (se solicite o no una exención), para cuya concesión cabe destacar el deber de aportar una estrategia de salida (un plan de transición o reversión al régimen de tradicional) en el supuesto de suspensión del régimen piloto, para el caso de revocación de su autorización o alguna de sus excepciones o cuando se superen los umbrales fijados en el RITRD⁵³.

civil» en GONZÁLEZ CASTILLA, F. y NIETO CAROL, U. (dirs.): *Retos de la contratación mercantil moderna*, Tirant lo Blanch, 2022, pp. 754 a 758.

50. Se hace referencia, en concreto, a los test de idoneidad y de conveniencia que las ESI deben prestar a sus clientes, conforme a lo dispuesto en los arts. 212 y ss. del TRLMV. Para más detalle, véase, entre otros, GIMENO BEVIÁ, J. V.: «La tutela de los inversores y consumidores frente a la contratación de productos financieros complejos» en DEMETRIO CRESPO, E. y GONZÁLEZ-CUÉLLAR, N. (dir.): *Halcones y palomas. Corrupción y delincuencia económica*, Castillo de Luna Ediciones Jurídicas, 2016, pp. 303 y ss.
51. Salvo a los artículos 9, 16, 17, 18, 20, 26, 27, 28, 31, 42, 43, 44, 46 y 47 del Reglamento 909/2014.
52. Por ejemplo, los SMN y los SL podrán solicitar la exención referida a los participantes en dichos sistemas, para poder incluir a personas físicas. Los SMN, además, podrán solicitar la exención de la obligación de comunicar las operaciones contenidas en el art. 26 del Reglamento 600/2014, mientras que los SL lo podrán hacer con respecto a determinados requisitos de las cuentas de valores y anotaciones en cuenta del Reglamento 909/2014 (arts. 2, 3, 37 y 38), los fallos en la liquidación (arts. 6 y 7), los requisitos de participación, transparencia y comunicación con los participantes y otras infraestructuras del mercado (arts. 33, 34 y 35), los referidos a la firmeza de la liquidación (art. 39) o a la liquidación en efectivo (art. 40).
53. Considerando 43 y artículos 8.4, letra g), 9.4, letra g) y 10.4, letra g). Para un tratamiento en mayor detalle, véase O'FLYNN, A.: «El Reglamento (UE) 2022/858 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro

Junto a estas garantías de suministro de información y de actuaciones concretas, previas al inicio del funcionamiento de la infraestructura, los organismos rectores también se verán constreñidos a cooperar con las autoridades competentes y la AEVM cuando se produzcan ciertas situaciones relevantes, como el cambio significativo del plan de negocio o de la información facilitada previamente, indicios de brechas de seguridad o malas prácticas, dificultades técnicas o cualesquiera otros riesgos que puedan afectar al mercado, la estabilidad financiera o los inversores. Igualmente, cada seis meses deberán remitir un informe a la autoridad competente con un resumen de la información ya mencionada, así como el número y valor de las operaciones realizadas en el SMN o en el SNL, o todos aquellos datos relativos a las dificultades en la aplicación de la normativa de servicios financieros, así como las medidas adoptadas para aplicar las condiciones asociadas a las exenciones o aquellas que la autoridad competente haya requerido (art 11.1 y 4 del RITRD)⁵⁴.

Todas las anteriores requisitos y deberes tienen por destinatarios a los organismos rectores de las infraestructuras. Mas, por parte de algunas autoridades europeas, se ha recomendado que no se obvie a los emisores, en tanto que pueden llevar a cabo conductas contrarias al RITRD, cuando, por ejemplo, dividan las emisiones en varios tramos, para sortear los límites establecidos en cuanto a la cuantía de los valores ofertados⁵⁵.

2. EL ÁMBITO NACIONAL: EL PROYECTO DE LMVSI

El actual PLMVSI forma parte, a su vez, de un conjunto normativo conformado por otros tres Reales Decretos, relativos a las ESI; a los instrumentos, registro e infraestructuras; y sobre las potestades supervisoras de la CNMV. Su principal objetivo es trasponer las diversas Directivas en materia de mercado de valores y otorgar una mayor seguridad jurídica, intentando solventar los problemas de dispersión jurídica y reglamentismo del TRLMV⁵⁶.

En lo atinente a los criptoactivos y a los sistemas de TRD para la contratación y postcontratación de valores, ya se ha indicado que se han efectuado modificaciones sustantivas para adaptar la propuesta de Reglamento

descentralizado (TRD)», *op. cit.*, p. 8; y GARCÍA MARTÍNEZ, L. M.^a: «Infraestructuras de mercado basadas en tecnología de registro distribuido (TRD): El futuro régimen piloto de la UE...», *cit.*, p. 10.

54. Las reglas de determinación de las autoridades competentes variarán según se trate de un SMN, un SL o un SNL (art. 12 RITRD).

55. Véase el dictamen del BCE, de 28 de abril de 2021... *cit.*, apartado 1.2.

56. Tal y como se afirma en la Memoria del Análisis de Impacto Normativo, p. 9, Disponible en: https://www.congreso.es/docu/docum/ddocum/dosieres/sleg/legislatura_14/spl_62/pdfs/2.pdf [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023]. El objetivo es convertir al PLMVSI en una ley marco, y emplear los RD para desarrollar aspectos específicos de este campo.

MiCA y el RITRD a nuestros mercados. Asimismo, se ha incluido la novedad de considerar como medios válidos de negociación en centros de contratación únicamente a aquellos valores negociables representados a través de anotaciones en cuenta o de criptoactivos (art. 6.2). No obstante, y como ya se ha indicado, los centros de negociación solo podrán ser SMN, en tanto que el art. 6.1 se remite al RITRD, y este considera exclusivamente a dicha categoría de sistemas multilaterales como mercados secundarios.

La inclusión de los criptoactivos como medio de representación posibilita la implementación del RITRD. El PLMVISI determina las condiciones de seguridad que la infraestructura deberá proporcionar para ofertar sus valores (art. 6.5)⁵⁷. Además, deberán cumplir con los requisitos de organización y funcionamiento del art. 45, garantizando una adecuada gestión de los riesgos, una negociación justa que permita el funcionamiento ordenado, eficiente y puntual de sus operaciones, así como la adecuada gestión de todos aquellos problemas de carácter técnico que puedan causar una perturbación en el sistema. El emisor podrá designar a las entidades responsables de la administración de la inscripción y registro de los valores en el sistema, las cuales deberán estar autorizadas para prestar servicios de custodia y administración de instrumentos financieros por cuenta de clientes (art. 126). También se contempla que sean los propios emisores quienes lleven a cabo dichas actuaciones, pero la responsabilidad por el incumplimiento de las condiciones de seguridad recaerá en la propia infraestructura de mercado⁵⁸.

Esta aparente atribución exclusiva de responsabilidad a las infraestructuras de mercado (*rectius*, a las entidades rectoras de las mismas) es cuestionable en la medida en que cabe interpretar que los emisores tienen un deber de diligencia a la hora de comprobar que la seguridad de los sistemas en los que han decidido negociar sus valores es adecuada (art. 6.5).

Por su parte, se obvian algunos puntos de interés y se dejan a un futuro desarrollo reglamentario cuestiones como las características y categorías de los instrumentos financieros que se puedan emitir como criptoactivos (art. 2.3)⁵⁹, o los requisitos adicionales que las entidades responsables de la administración y registro de los valores en las infraestructuras TRD deban cumplir (art. 8.4). Y quedan fuera de su ámbito de aplicación las cuestiones relativas a la ley aplicable en materia de los «aspectos generales del funcionamiento y gobierno de los sistemas basados en TRD en los que se registren

57. Deberá asegurar la integridad e inmutabilidad de la emisión en los registros en los que se lleve a cabo, así como la posibilidad de identificar a los titulares de los derechos sobre los valores, su naturaleza, característica y número.

58. La inscripción en la infraestructura en favor del emisor será la que determine la constitución de los valores, a diferencia de las anotaciones en cuenta, que lo harán cuando se inscriban en el registro de la entidad encargada (art. 10).

59. No obstante, con respecto a las categorías, ya se ha indicado que el RITRD fija como tales las acciones, bonos, o participaciones en organismos de inversión colectiva.

los valores», lo cual no es incompatible con el ya citado deber de los emisores de asegurarse de que dichos sistemas cumplen con los requisitos de seguridad del art. 6.5⁶⁰. Este último aspecto hace todavía más aconsejable la exigencia de responsabilidad a estos sujetos, en cuanto que entra dentro de su voluntad la elección del sistema que gestionará los valores, el cual podría fácilmente estar localizado fuera de España, dificultando todavía más las labores de supervisión.

Otro de los aspectos que ha sufrido una modificación significativa es el relativo al cumplimiento de los deberes concernientes al establecimiento de una Interfaz de Postcontratación, más conocida como PTI (*Post-Trade Interface*). Su función es la de servir como herramienta de intercambio de datos entre los distintos participantes de las infraestructuras de contratación y postcontratación⁶¹ para la realización de actividades de liquidación, compensación y registro. Sirve, pues, como vehículo de comunicación entre las mismas, con el fin de garantizar la corrección de este tipo de operaciones⁶². Regulado en los arts. 114 a 116 del TRLMV, el PLMVISI los deroga (DT 4.^a), por lo que ya no existe el deber de implementarlo, dejando a los DCV y a las infraestructuras del mercado un período de dos años para adaptarse.

La justificación ofrecida por el legislador para adoptar esta medida ha sido la constatación de la innecesaridad de mantener un sistema de información cuyas principales funciones se han visto garantizadas a raíz de la implementación de la reciente normativa europea en materia de trazabilidad de las operaciones. Con la exención al deber de su implementación se busca aumentar la competitividad de nuestros mercados, reduciendo cargas administrativas redundantes. Frente a esta modificación, que afectará tanto a las infraestructuras tradicionales como a las basadas en la TRD,

60. Así lo ha entendido algún autor. Véase DE MIGUEL ASENSIO, P. A.: «Instrumentos financieros y tecnología de registros distribuidos en el Proyecto de Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión: cuestiones de derecho aplicable», *La Ley Unión Europea*, n.º 107, 2022, p. 4. De acuerdo con esta interpretación, tampoco quedan incluidos dentro del ámbito de aplicación de la norma la ley aplicable los derechos reales sobre los criptoactivos.

61. Miembros del mercado, entidades liquidadoras y miembros de la ECC.

62. En concreto, el art. 114.3 del TRLMV fija que este sistema debe garantizar la trazabilidad de las transacciones realizadas, facilitar la transmisión de información para las operaciones de postcontratación, así como el control de los riesgos y de las garantías exigibles por las correspondientes entidades e infraestructuras de mercado; e informar diariamente a los emisores, si así lo solicitan, sobre la titularidad de los valores que hayan emitido. Para un tratamiento en mayor profundidad, véase BENITO NAVEIRA, J. y SOLLOA MENDOZA, I.: «La reforma de la post-contratación de valores en España», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 28, 2015, pp. 100 y ss. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/15/MAYO%202015/restfin2015283.pdf> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023]; asimismo, puede consultarse el documento elaborado por la CNMV, titulado «Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación», pp. 73 y ss. Disponible en: <https://www.cnmv.es/docportal/aldia/SituacionReforma090513.pdf> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

la CNMV ha defendido posturas contradictorias: en un principio expresó su total desacuerdo, al considerar que el sistema PTI dota de coherencia al mercado español, y puede llevar a una inconsistencia con respecto al registro de los accionistas titulares en el registro de detalle del segundo escalón⁶³. No obstante, su presidente expresó su total aceptación a la exoneración, llegando a afirmar que el período de dos años de adaptación es excesivo⁶⁴.

En conclusión, la redacción actual del Proyecto de LMSVI en materia de criptoactivos e infraestructuras de mercado basadas en la TRD supone una reforma de calado en cuanto a representación, negociación y postcontratación de instrumentos financieros en nuestro país. Junto al RITRD y al resto de normas del paquete de finanzas digitales, se permitirá a los inversores minoristas tener un papel más directo en nuestros centros de negociación. Sin embargo, de lo expuesto hasta ahora, surgen ciertos puntos que merecen especial atención por sus posibles repercusiones sobre los mercados y sus participantes.

Queda pendiente el desarrollo reglamentario referido a las características y categorías concretas de los instrumentos financieros que podrán ser representados mediante criptoactivos, así como los requisitos adicionales de las entidades responsables de la administración y registro de los valores en las infraestructuras TRD. Se obvia cualquier mención a la responsabilidad civil de las sociedades rectoras por los perjuicios que puedan causarse por el mal funcionamiento de estas nuevas infraestructuras. Este tipo de medidas reparadoras serían de utilidad para los inversores ahorradores y las PyMES, sobre todo en aquellos casos en los que la sociedad rectora emplee como herramienta para el registro de sus valores un sistema TRD que no esté alojado en territorio español. Poder exigir responsabilidad, tanto administrativa como civil a las entidades emisoras también fortalecería la confianza en estas nuevas infraestructuras de contratación. En último lugar, la exoneración del sistema PTI hará más competitivos a nuestros mercados, y eliminará trabas a la negociación de criptoactivos, aunque dichos sistemas permiten, en teoría, prescindir de, quizá, todos los mecanismos

63. Véanse los comentarios del Comité Consultivo de la CNMV al Anteproyecto de LMSVI. Documento disponible en: https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiF7pr20dP8AhV8VvEDHRGCD34QFnoECAgQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.cnmv.es%2FDocPortal%2FAIDia%2FSGTFI_LMVyServiciosInversion.pdf&usg=AOvVaw1zTPHUtfVMtU1dJnyRTizV [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023]. Empero, y como ya se ha expuesto anteriormente, la identificación de los verdaderos accionistas en el ordenamiento español se ve dificultada por la adopción de una concepción formal del concepto accionista, considerando como tal a aquel sujeto que conste en los registros de las sociedades emisoras, aunque actúen en por cuenta de un tercero.

64. Así lo afirmó en su comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital, el 25 de octubre de 2022. Disponible en: https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/DS/CO/DSCD-14-CO-785.PDF#page=58 [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

de liquidación y compensación tradicionales⁶⁵. No obstante, están por ver las repercusiones negativas que puedan afectar a los inversores, las cuales comenzarán a aparecer una vez el RITRD sea completamente aplicable⁶⁶ y vayan surgiendo las primeras infraestructuras.

III. POSIBLES EFECTOS DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS Y SU NORMATIVA DE APLICACIÓN SOBRE LOS SMN Y LOS INVERSORES MINORISTAS

Como se ha manifestado al principio del presente trabajo, además de efectuar una explicación superficial de la nueva normativa sobre criptoactivos y TRD, se pretende también exponer algunos de los posibles efectos que estas nuevas tecnologías y la normativa que pretende regularlas pueden tener sobre los SMN y los inversores minoristas. Para estos últimos, se considera el supuesto de las denominadas distribuciones semipúblicas, en tanto práctica frecuente en estos tipos de centros de negociación que les afecta directamente.

1. LA TECNOLOGÍA TRD Y LOS CRIPTOACTIVOS EN LOS SMN

La influencia que estas nuevas tecnologías pueden tener en los mercados secundarios es desigual: si bien en los mercados regulados podrían no tener una razón de ser, en tanto que las mejoras ofrecidas sobre la tecnología existente no compensarían los costes de transformar toda la infraestructura de dichos mercados al sistema de TRD y criptoactivos⁶⁷, en los sistemas multilaterales de negociación, de menor tamaño pero más flexibles y orientados a PyMES, encontrarían un espacio donde ofrecer interesantes aportaciones, tanto para éstas como para los inversores minoristas. Con respecto a las primeras, la tokenización de activos permitiría fraccionarlos y hacerlos más líquidos, permitiendo que no solo las S.A., sino incluso las S.L. accedan a fuentes de financiación diversas, o que las ya existentes, como

65. Como apunte a este respecto, en el Proyecto de RD sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado se contempla, en su art. 143, la posibilidad de eximir la intervención de una ECC para la compensación centralizada de operaciones con acciones y derechos de suscripción sobre acciones, cuando las mismas se lleven a cabo a través de TRD, de conformidad con lo dispuesto en el RITRD.

66. Conforme al art. 19 RITRD, el mismo será aplicable en su totalidad a partir del 23 de marzo de 2023.

67. Tal y como indicó en su día la OCDE, a la hora de valorar la adopción de este tipo de tecnologías, deben tenerse en cuenta, por lo menos, tres criterios: el primero, si las mismas resuelven realmente algún problema existente en el funcionamiento de los mercados; el segundo, si las ventajas ofrecidas son significativas en comparación con los costes de su asunción; y tercero, que exista una justificación económica fundamentada (mejora de eficiencia o ahorro de costes). Véase el informe: «The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets», pp. 21 y 22. Disponible en: <https://www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-Financial-Markets.htm> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

las colocaciones privadas, se puedan efectuar de una forma más eficiente, pudiendo llegar a un público mayor⁶⁸. Esa es precisamente la ventaja que obtendrían los minoristas: el fraccionamiento y la mayor liquidez les permitiría adquirir un número más variado de activos, y, con ello, impulsar esta vía de financiación y diversificar sus riesgos⁶⁹.

Empero, las iniciativas legislativas en la materia no han adoptado una postura tan innovadora, en tanto que los instrumentos financieros admitidos a negociación por el RITRD solo incluyen a las acciones, los bonos y las participaciones en organismos de inversión colectiva (art. 3.1). Aun con todo, ello supone un importante primer paso en favor de una mayor apertura hacia nuevas formas de financiación, y, además, implica una alternativa a las DeFI⁷⁰ como infraestructura de negociación de criptoactivos. Frente a estas, se otorga una mayor seguridad jurídica y técnica⁷¹, si bien a costa de renunciar a la completa descentralización de la infraestructura. Por ello, tanto la doctrina como algunas autoridades han

68. En lo atinente a la financiación de S.L. a través de estas tecnologías, el propio BME ha llevado a cabo un proyecto, en un sandbox, para comprobar los efectos de los criptoactivos y la DLT en los préstamos participativos. El resultado obtenido han sido «importantes eficiencias a lo largo de todo el ciclo de vida de un activo digital en sus funciones de emisión, liquidación y registro». Aunque se han encontrado algunas limitaciones en el marco regulatorio, el propio BME ha afirmado que quedarán subsanadas con la entrada en vigor del RITRD. Véase: «BME prueba con éxito la financiación de pymes con blockchain». Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/10/16/mercados/1665953311_436974.html [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

69. Véase «The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets», *op. cit.* p. 7.

70. Entendidas como un nuevo mercado financiero competitivo de Dapps que permite a sus usuarios utilizar servicios financieros clásicos y realizar operaciones sin necesidad de depender de entidades centralizadas. Son infraestructuras de contratación y post-contratación, basadas en la tecnología blockchain y los smart contracts, que imitan los mercados financieros tradicionales, pero sin la necesidad de emplear a ningún tipo de intermediario o autoridad de control y supervisión. Véase MUÑOZ PÉREZ, A. F.: «Aspectos sobre las finanzas descentralizadas DEFI, protocolo de préstamos», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 29, 2021, p. 4. Igualmente, en el informe de la OCDE «Why Decentralised Finance (DeFI) Matters and the Policy Implications» p. 18, se exponen las principales características de este tipo de plataformas: sin custodios (no hay autoridad central o intermediario que tenga acceso a los activos de los participantes), autogobernadas e impulsadas por la comunidad, y componibles (pueden desarrollarse nuevas aplicaciones sobre las mismas). Disponible en: <https://www.oecd.org/finance/why-decentralised-finance-defi-matters-and-the-policy-implications.htm> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

71. Sobre los riesgos de las DeFI (falta de protección de los inversores, fallos en el sistema de funcionamiento de la red, anonimato, blanqueo de dinero, financiación del terrorismo, falta de supervisión y de medidas de corporate governance, o la dificultad de asignar a un responsable) véase «Why Decentralised Finance (DeFI) Matters and the Policy Implications» *op. cit.* pp. 41 y ss. Asimismo, véase el informe de la OCDE: «Regulatory Approaches to the Tokenisation of Assets», pp. 31 a 33. Disponible en: <https://www.oecd.org/finance/regulatory-approaches-to-the-tokenisation-of-assets.htm> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

señalado que debe encontrarse el punto adecuado entre el control y la supervisión de estas infraestructuras y su desintermediación en la mayor medida posible⁷², a fin de poder ofrecer centros de contratación más próximos a los inversores, con menores costes operativos, y que sean capaces de garantizar el correcto proceso de negociación y postcontratación, así como de proporcionar una adecuada información al público y fijar un sistema de responsabilidad en caso de incumplimiento normativo o de daños de carácter extracontractual.

2. EL SUPUESTO DE LAS DISTRIBUCIONES SEMIPÚBLICAS EN LOS SMN

2.1. Contextualización: las colocaciones privadas de valores

Para entender adecuadamente qué son las distribuciones semipúblicas, primero se ha de entrar a tratar las denominadas colocaciones privadas de valores.

Sin ánimo de exhaustividad, las colocaciones privadas de valores se deben enmarcar en el denominado mercado primario⁷³, en contraposición a las Ofertas Públicas de Suscripción y de Venta, en tanto que estas se dirigen a un público indeterminado (*ad incertam personam*) y, por lo general, con un precio por valor reducido. Las colocaciones privadas, por su parte, consisten en ofertas de instrumentos financieros a inversores conocidos de antemano, y/o con un valor nominal elevado⁷⁴.

En las colocaciones privadas se presupone que los adquirentes, o bien tienen unos conocimientos y experiencia sólidos sobre el funcionamiento del mercado de valores, o bien poseen la capacidad económica suficiente como para acceder a toda la información que necesiten (y a los profesionales que se la puedan facilitar y explicar) para llevar a cabo una decisión

72. Véase MUÑOZ PÉREZ, A. F.: «Aspectos sobre las finanzas descentralizadas DEFI, protocolo de préstamos», *op. cit.* p. 13; y «Why Decentralised Finance (DeFi) Matters and the Policy Implications» *op. cit.* p. 58.

73. Entendiendo por tal la suma de las emisiones y ofertas de valores que los emisores, tanto públicos como privados llevan a cabo. A través del mismo se realiza una apelación al ahorro público para obtener financiación por vías distintas a la del crédito bancario, con el fin de llevar a cabo una inversión. Esta apelación al ahorro es lo que lo distingue del mercado secundario, cuyo objetivo es dotar de liquidez a los instrumentos ya emitidos, a través de su negociación entre los titulares. Véase SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 99, 2005, p. 16; CACHÓN BLANCO, J. E.: *Derecho del Mercado de Valores* (Tomo I), Dykinson, 1992, p. 22. ALONSO ESPINOSA, F. J.: *Mercado Primario de Valores Negociables. Un estudio en torno al R.D. 291/1992, de 27 de marzo*, J. M. Bosch Editor, S.A., 1994, pp. 25 y ss.; LÓPEZ PASCUAL, J. y ROJO SUÁREZ, J.: *Los mercados de valores. Organización y funcionamiento*, Pirámide, 2004, p. 145.

74. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. y GÓMEZ-JORDANA MOYA, I.: *La colocación privada de valores*, Civitas, 1999, pp. 17, 35 y 36. PALÁ LAGUNA, R.: *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, McGraw Hill, 1997, p. 37.

de inversión mínimamente razonada. Por lo tanto, devendrán superfluas las normas de protección a los inversores referidas al acceso a información sobre los instrumentos negociados o sobre los emisores; y, más en concreto, el deber de proporcionar un folleto informativo, contenido, entre otros, en los arts. 33 y siguientes del TRLMV, en el RD 1310/2005, y en el Reglamento 2017/1129. Será en estos dos últimos textos donde se establecerán los requisitos necesarios para considerar a una oferta de valores como colocación privada, y para entender que la entidad emisora que la lleve a cabo no queda sujeta al deber de publicar un folleto⁷⁵.

2.2. Las distribuciones semipúblicas

A. Concepto

Las colocaciones privadas afectan al mercado primario y, en principio, en las mismas solo intervienen sujetos capacitados para realizar una inversión sin necesidad de acudir al folleto informativo, por lo que, teóricamente, no se produce ningún perjuicio a sus intereses. No obstante, la situación cambia cuando estos primeros inversores deciden acudir a un mercado secundario para vender los valores suscritos en la colocación privada. Adoptar dicha decisión tendrá como consecuencia un incremento en la liquidez de los títulos, al diseminarse entre un público más amplio de ahorradores. Estaremos pues, ante lo que la doctrina ha denominado como «distribuciones semipúblicas»⁷⁶ y el RD 1310/2005, junto con el Reglamento 2017/1129, «reventa ulterior de valores». Sin embargo, si atendemos al tenor de lo dispuesto en el art. 38.1 del RD 1310/2005 y en el art. 5 del Reglamento 2107/1129, cada reventa ulterior de valores será considerada como una oferta separada a la inicial, lo que implica que se le deberán aplicar de nuevo los requisitos sobre los límites de las ofertas públicas. A modo de ejemplo: si una oferta de valores efectuada a 149 sujetos tiene la consideración de colocación privada, cuando dichos adquirentes derivativos decidan (re)vender dichos valores, cada uno podrá hacerlo a otros 149 inversores, y ninguna de dichas operaciones estará sometida al deber de publicar un folleto, a pesar de que el público total supere las 20.000 personas.

75. En el RD 1310/2005 se determina que no tendrán la consideración de ofertas públicas aquellas que estén dirigidas exclusivamente a inversores cualificados o a menos de 150 personas sin incluir a estos; en las que cada inversor adquiera valores por un mínimo de 100.000 euros o cuyo valor nominal sea de, al menos, dicha cantidad; y aquellas cuyo importe total en la UE sea inferior a 5.000.000€ en un período de doce meses. En cuanto al Reglamento 2017/1129, en su artículo 1, apartados 4 y 5, ofrece una extensa lista de supuestos exentos de presentar el folleto, cuya justificación se basa, en rasgos generales, en lo que ya se ha comentado.

76. Véase CASTILLA CUBILLAS, M.: «El auge de las distribuciones semipúblicas de valores y la tutela de los inversores no cualificados», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 8, 2011, pp. 73 y ss.

B. Postura de las autoridades supervisoras

Esta práctica se hallaba expresamente prohibida en el RD 291/1992 (derogado por el actual RD 1310/2005). En su art. 7.1.a), vedaba a los adquirentes institucionales y profesionales la posibilidad de transmitir aquellos valores suscritos en una colocación privada a cualquier sujeto que no tuviese su misma categoría, al carecer de «capacidad de autoprotección»; siendo tipificada esta conducta como una infracción leve⁷⁷. Esta medida, con una finalidad tuitiva de los intereses de los inversores, ha desaparecido parcialmente en nuestro ordenamiento. No se encuentra en el actual RD 1310/2005, y, aunque el Reglamento 2017/1129 contempla el deber de publicar un folleto en caso de admisión a cotización (art. 3.3), este mandato limita su ámbito de aplicación a los mercados regulados, y no a los SMN, cuando es precisamente en estos foros⁷⁸ donde se llevan a cabo estas prácticas con mayor frecuencia.

La posible razón de esta desregulación, tal y como ha indicado algún autor, esté en la necesidad de ofrecer centros de negociación para pequeñas y medianas empresas que resulten atractivos para los emisores, en un contexto financiero cada vez más globalizado, y, por ende, competitivo, en el cual las pequeñas y medianas empresas pueden acudir a cualquier mercado del mundo (tanto tradicional como basado en las nuevas tecnologías) en busca de la vía más rápida, barata y segura de obtener financiación para poder realizar inversiones⁷⁹.

C. Afectación a los intereses de los inversores. La regulación en el mercado norteamericano

Esta «competición a la baja» en la fijación de requisitos para poder negociar con valores en los mercados secundarios favorece los intereses de los emisores y de los inversores institucionales, quienes serán, con frecuencia, los primeros adquirentes en las colocaciones privadas. Para los inversores minoristas, sin embargo, no será tan beneficioso, en tanto que no tendrán a su disposición una información suficiente como para realizar una inversión razonada. Aunque en los foros de contratación dedicados a empresas en expansión se exija la emisión de algún tipo de documento informativo⁸⁰, el mismo solo se emitirá a efectos de su incorporación a dicho mercado, no con respecto a cada emisión que se efectúe. Además, el contenido mínimo exigido en este documento es menor que el del folleto

77. Cfr. TAPIA HERMIDA, A.: «Artículo 7.º» en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, Editoriales de Derecho Reunidas, 1995, pp. 183 a 189.

78. Y, en concreto, los orientados a pequeñas y medianas empresas en expansión, como pueda ser nuestro BME-Growth.

79. Véase CASTILLA CUBILLAS, M.: *Regulación y competencia en los mercados de valores*, Civitas, 2001, pp. 87 y ss.

80. En el caso del BME-Growth, lo relativo a este documento informativo se regula en su Circular 1/2020.

informativo, por lo que dependerá de la voluntad de los emisores el ofrecer un mayor grado de información⁸¹.

La postura adoptada en el ámbito europeo, si bien es comprensible, genera suspicacia en cuanto a las posibles repercusiones negativas que pueda ocasionar e invita a reflexionar sobre si esta vía es la más adecuada para el correcto funcionamiento de los mercados, su apropiada transparencia, formación de los precios y protección de los inversores. Como base para formular un criterio distinto puede mencionarse la práctica y normativa norteamericana, en cuyo ámbito el peso de las fuentes de financiación alternativas a la banca es más del doble que en nuestro continente⁸².

En Estados Unidos, la libertad para negociar con valores obtenidos a través de colocaciones privadas (denominados *restricted securities*), se halla mucho más limitada, sobre todo cuando los mismos formen parte de un paquete de control. La SEC impone a los emisores el deber de controlar que no se revenden sus *restricted securities* con ánimo especulativo, y, para cumplir dicha imposición, desde hace décadas se llevan a cabo una serie de prácticas fomentadas por las propias asociaciones de abogados. Entre las más destacadas, se encuentran las denominadas *investment letters*, en las cuales la entidad oferente exige al adquirente una declaración en la cual afirme que la adquisición de los valores se realiza con propósito de inversión y no de distribución. También se lleva a cabo la inscripción de una anotación en los valores que impide su transmisión y cuya remoción necesita de la aprobación del emisor, que verificará que el negocio que sobre los mismos se pretende efectuar no altera el propósito inicial de la adquisición. Junto a ellas, no es extraño observar que, en algunos supuestos, se exija al adquirente una declaración sobre su situación financiera, para comprobar que, al menos en el corto plazo, no tendrá una necesidad urgente de obtener financiación y, por lo tanto, de verse tentado u obligado a vender

81. Por lo general, este tipo de mercados orientados a pequeñas y medianas empresas en expansión ofrecen como reclamo unos menores requisitos administrativos a los emisores, para quienes no sería rentable (debido a su menor capacidad económica y operativa) asumir los costes fijados en los mercados regulados para las sociedades cotizadas. Asumiendo que en este tipo de centros la información ofrecida será menor, las entidades emisoras deberán valorar si les es más provechoso ofrecer un mayor grado de información que el mínimo exigido en el documento informativo y asumir voluntariamente los mayores costes que de ello se deriven, o afrontar los posibles descuentos que los primeros suscriptores (por lo general un número reducido de inversores institucionales, que gozarán, por lo tanto, con un significativo poder de negociación) lleven a cabo sobre los valores, como compensación al mayor desconocimiento que tendrán sobre la empresa y los valores emitidos. Para un mayor conocimiento de esta ponderación de intereses, puede verse SCHWARTZ, A. A.: «Mandatory disclosure in primary markets», *Utah Law Review*, n.º 5, 2019, pp. 1069 a 1103. Disponible en <https://dc.law.utah.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1243&context=ulr> [fecha de última consulta: 19 de enero de 2023].

82. Según palabras del propio presidente de la CNMV en su comparecencia en la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital, de 25 de octubre de 2022.

los valores adquiridos⁸³. Además, en su *Rule 144*, la SEC norteamericana distingue entre si los adquirentes tienen una estrecha vinculación con la entidad emisora (*affiliates*) para crear una serie de puertos seguros a la negociación de este tipo de valores.

En resumen, en el país con el mayor tráfico y tradición financieras en los mercados de valores se ha preferido adoptar una actitud más conservadora y tuitiva de los intereses de los inversores ahorradores, sin llegar al extremo de prohibir la reventa de valores obtenidos a través de colocaciones privadas, como era el caso español con el RD 291/1992. Como se ha mencionado, este hecho sirve para fundamentar un planteamiento distinto frente a la regulación sobre redistribuciones de valores, tomando como referencia las medidas adoptadas en Estados Unidos. Esta tesis, opuesta a nuestra actual normativa, puede encontrar un apoyo a su implementación en las facilidades técnicas que las nuevas tecnologías ofrecen a las autoridades y participantes en los mercados para adoptar aquellas medidas que se consideren oportunas.

3. LA INFLUENCIA DE LOS CRIPTOACTIVOS Y LA TRD SOBRE LA REGULACIÓN DE LAS DISTRIBUCIONES SEMIPÚBLICAS

Las nuevas tecnologías no son ajenas al ámbito de las colocaciones privadas y las distribuciones semipúblicas. Como se ha mencionado con anterioridad, el propio BCE, en su dictamen acerca del RITRD, advirtió sobre la posibilidad de que los emisores dividiesen las emisiones en varios tramos, para sortear los límites máximos al volumen de negociación. División que, perfectamente, podría efectuarse para evadir el deber de elaborar un folleto informativo. Es por dicha razón por la cual la máxima autoridad monetaria a nivel de la UE recomendó la ya indicada imposición de deberes a los emisores⁸⁴. De igual forma, al restringirse el ámbito de aplicación del RITRD a los SMN, y no a los mercados regulados, nos encontramos con el problema de la no sujeción a la elaboración de un folleto en caso de admisión a negociación⁸⁵. Por todo ello, es real la posibilidad de que en estas nuevas infraestructuras, a través de los valores representados mediante criptoactivos, se puedan llevar a cabo las mismas prácticas de reventas ulteriores de valores que se aprecian en los SMN orientados a PyMES en expansión.

A pesar de ello, si se pretendiese aceptar una postura distinta a la actual actitud de los reguladores europeos con respecto a estas conductas, existen razones para considerar que la naturaleza de los criptoactivos y la composición de las TRD podrían favorecer su adopción. Si la finalidad que se busca es la de asegurar que no se vulneran los límites fijados en las normas sobre

83. Véase LOSS L., SELIGMAN, J., PAREDES, T.: *Fundamentals of Securities Regulation*, Wolters Kluwers, 2011, pp. 566 y ss.

84. Véase el citado dictamen, en su apartado 1.2.

85. Art. 3.3 Reglamento 2017/1129.

folletos para considerar una oferta como privada, la completa trazabilidad de las operaciones que rige en estas nuevas herramientas otorgaría la transparencia necesaria para su control.

Igualmente ocurriría si el objetivo fuese el de garantizar que los primeros adquirentes suscriben los valores con la finalidad de invertir en las empresas oferentes, y no con la de especular, o que, si transmitiesen los mismos a otros sujetos, estos tuviesen la misma intención⁸⁶. Debido a la versatilidad de su diseño, podría pensarse en la posibilidad de configurar estos criptoactivos de tal manera que solo pudiesen ser transmitidos entre participantes que tuvieran determinada condición (inversores institucionales, por ejemplo) o que su negociación estuviese restringida durante un determinado período de tiempo. Todo ello sin necesidad de que el emisor lleve a cabo una actividad de supervisión, como ocurre en el modelo norteamericano, implicando, por lo tanto, un ahorro de costes.

Estos supuestos se encuadrarían dentro de una futura regulación con un carácter algo conservador, en vista de las que, como ya se ha indicado, ofrecen las nuevas tecnologías. Pero, a tenor de las posibilidades que las DeFI y algunos sandbox han mostrado, la figura de las distribuciones semipúblicas podría verse superada por otras más cercanas a los minoristas. Adoptándose medidas más innovadoras en el campo de la contratación de los mercados primario y secundario, las PyMES tendrían más facilidades para acudir directamente a los ahorradores, sin necesidad de emplear a los inversores institucionales. Si se permitiese, por ejemplo, la tokenización y fraccionamiento de activos relativos a préstamos participativos que fuesen negociables en los SMN, o el fraccionamiento de valores negociables a través de criptoactivos, el precio de los mismos podría resultar atractivo para los pequeños ahorradores, los cuales estarían interesados en adquirirlos, en tanto que, además, el riesgo asumido sería menor. Empero, se ha de indicar que estas innovaciones deberán llevar aparejados los correspondientes deberes de información para los inversores, a fin de salvar la principal desventaja de las distribuciones semipúblicas: su falta de transparencia.

IV. BIBLIOGRAFÍA

ALONSO ESPINOSA, F. J.: *Mercado Primario de Valores Negociables. Un estudio en torno al R.D. 291/1992, de 27 de marzo*, J. M. Bosch Editor, S.A., 1994.

ANNUNZIATA, F: «Speak, if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings», *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, n.º 2636561, 2019.

86. Reduciéndose, por lo tanto, el número de adquirentes derivativos de los primeros suscriptores, en cuanto se tendría que realizar, al menos, una mínima investigación del futuro comprador. Todo ello es contrario a la naturaleza de rapidez en la negociación de valores en los mercados secundarios.

- BEDNARZ, Z. «La representación de acciones en forma de tokens en la blockchain», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 26, 2020.
- BENITO NAVEIRA, J. y SOLLOA MENDOZA, I.: «La reforma de la post-contratación de valores en España», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 28, 2015.
- BLANDIN, A., CLOOTS, A. S., HUSSAIN, H., RAUCHS, M., SALEUDDIN, R., ALLEN, J. G., ZHANG, B. Z., CLOUD, K.: «Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study», *University of Cambridge. Judge Business School*, 2019.
- CACHÓN BLANCO, J. E.: «Aproximación al marco jurídico de las relaciones de liquidez en el mercado de valores y, en particular, el contrato bursátil de liquidez», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 56. 1994.
- *Derecho del Mercado de Valores* (Tomo I), Dykinson, 1992.
- CASTILLA CUBILLAS, M.: «El auge de las distribuciones semipúblicas de valores y la tutela de los inversores no cualificados», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 8, 2011.
- *Regulación y competencia en los mercados de valores*, Civitas, 2001.
- DE MIGUEL ASENSIO, P. A.: «Instrumentos financieros y tecnología de registros distribuidos en el Proyecto de Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión: cuestiones de derecho aplicable», *La Ley Unión Europea*, n.º 107, 2022.
- ESPUGA TORNÉ, G.: «Régimen jurídico de los tokens no fungibles (NFT). Breve referencia a su posible consideración como valores negociables», *Derecho Digital e Innovación*, n.º 12, 2022.
- FENOLLAR GONZÁLEZ, M.: «El reconocimiento jurisprudencial de la personalidad jurídica de las comunidades de bienes con actividad empresarial (a propósito de las sentencias del Tribunal Supremo 469/2020, de 16 de septiembre de 2020 y 4070/2020, de 10 de diciembre de 2020)», *RDS*, n.º 65, 2022.
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. y GÓMEZ-JORDANA MOYA, I.: *La colocación privada de valores*, Civitas, 1999.
- GALLEGO SÁNCHEZ, E.: «El derecho de la sociedad emisora a conocer la identidad de sus accionistas», en AA.VV.: *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, Aranzadi, 2019.
- GARCÍA MARTÍNEZ, L. M.^a: «Infraestructuras de mercado basadas en tecnología de registro distribuido (TRD): El futuro régimen piloto de la UE», *Revista de Derecho del Mercado de valores*, n.º 29, 2021.
- GARRIGUES, J.: «El dinero como objeto de la actividad bancaria», *RDM*, n.º 67, 1958.
- GIMENO BEVIÁ, J. V.: «La tutela de los inversores y consumidores frente a la contratación de productos financieros complejos» en DEMETRIO

- CRESPO, E. y GONZÁLEZ-CUÉLLAR, N. (dirs.): *Halcones y palomas. Corrupción y delincuencia económica*, Castillo de Luna Ediciones Jurídicas, 2016.
- HERRERO MORANT, R.: «La tecnología DLT en el mercado de valores, en especial respecto de las acciones de las sociedades cotizadas. Aspectos generales y análisis de una posible desintermediación del mercado», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 26, 2020.
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.: «Criptoactivos negociables y fichas de servicio (tokens no monetarios) en la propuesta de reglamento europeo de mercados distribuidos o blockchain», *Revista de Derecho del Mercado de valores*, n.º 28, 2021.
- LLOPIS BLANQUE, A.: «El contrato de liquidez y el abuso de mercado» en GONZÁLEZ CASTILLA, F y NIETO CAROL, U. (dirs.): *Retos de la contratación mercantil moderna*, Tirant lo Blanch, 2022.
- LLORCA GALIANA, J.: «El conflictivo aseguramiento del dolo en los contratos de seguro de responsabilidad civil» en GONZÁLEZ CASTILLA, F y NIETO CAROL, U. (dirs.): *Retos de la contratación mercantil moderna*, Tirant lo Blanch, 2022.
- LÓPEZ PASCUAL, J. y ROJO SUÁREZ, J.: *Los mercados de valores. Organización y funcionamiento*, Pirámide, 2004.
- LOSS, L., SELIGMAN, J., PAREDES, T.: *Fundamentals of Securities Regulation*, Wolters Kluwers, 2011.
- MADRID PARRA, A.: «Del valor anotado al ‘tokenizado’», *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, n.º 3, 2022.
- MAOUCHI, Y., CHARFEDDINE, L, EL MONTASSER, G.: «Understanding digital bubbles amidst the COVID-19 pandemic: Evidence from DeFi and NFTs», *Finance Research Letters*, n.º 47, 2022.
- MUÑOZ PÉREZ, A. F.: «Aspectos sobre las finanzas descentralizadas DEFI, protocolo de préstamos», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 29, 2021.
- O’FLYNN, A.: «El Reglamento (UE) 2022/858 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado (TRD)», *La Ley Mercantil*, n.º 95, 2022.
- PALÁ LAGUNA, R.: «La aplicación de la MIFID II y la teoría del caos», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 24, 2019.
- *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, McGrawHill, 1997.
- PREUKSCHAT, A.: «Los fundamentos de la tecnología blockchain» en PREUKSCHAT, A. (Coord.): *Blockchain: La revolución industrial de internet*, Gestión 2000, 2018.
- RABASA MARTÍNEZ, I.: «Integración del capital social con criptomonedas», *RDS*, n.º 53, 2018.

- SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 99, 2005.
- SCHWARTZ, A. A.: «Mandatory disclosure in primary markets», *Utah Law Review*, n.º 5, 2019.
- TAPIA HERMIDA, A.: «La post-contratación en los mercados secundarios de valores: el sistema de compensación y liquidación de valores», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 2017.
- «Artículo 7.º» en SÁNCHEZ CALERO, F (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, Editoriales de Derecho Reunidas, 1995.
- ZAPATA SEVILLA, J.: «Las lagunas del paquete de medidas sobre finanzas digitales de la UE. Especial referencia a las infraestructuras de los mercados», *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, n.º 3, 2022.
- ZUNZUNEGUI PASTOR, F: «Comentario a la Directiva 2014/49/UE relativa a los sistemas de garantía de depósitos», *Revista General de Derecho Europeo*, n.º 38, 2016.