



ANÁLISIS DE LAS NOVEDADES DE LA LEY DE LOS MERCADOS DE VALORES Y DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN¹

Analysis of the securities markets and investment services act developments

REBECA HERRERO MORANT

Prof. Ayudante Dr. de Derecho Mercantil – Universidad de Zaragoza
(ORCID 0000-0002-2179-1361)

Revista de Derecho del Sistema Financiero 6
<https://doi.org/10.32029/2695-9569.02.08.2023>
Septiembre 2023
Págs. 281–310

RESUMEN: El presente trabajo tiene por objeto describir y analizar las novedades que se han producido en el Derecho del mercado de valores a raíz de la promulgación de la Ley de los mercados de valores y de los servicios de inversión. La citada norma busca sistematizar y reordenar la normativa del mercado de valores, flexibilizando y simplificando los trámites buscando mejorar la competitividad de nuestros mercados. Asimismo, adapta su contenido a los requerimientos del ordenamiento jurídico europeo, incluidos los Reglamentos en materia de finanzas digitales; también incluye la transposición de diversas Directivas europeas. Finalmente, destaca la introducción de nuevas materias como el régimen de las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición.

ABSTRACT: This paper aims to describe and analyse the developments that have occurred in the Spanish securities market law as a result of the promulgation of the Securities Markets and Investment Services Act. The aforementioned act seeks to systematize and reorder the securities market regulations, making procedures more flexible and simpler, seeking to improve the competitiveness of our markets. Likewise, this act adapts its content to the requirements of the European legal system, including the Regulations on digital finance; including the transposition of various European directives. Finally, the introduction of new matters stands out, including, for instance, the regime of special purpose acquisition companies.

1. Este trabajo se ha realizado en el marco del Proyecto de investigación concedido por el Ministerio de Ciencia, Innovación y Universidades «Gobierno Corporativo y Creación de Valor Compartido», PID2020-112624GA-I00, I.P.J. MEGÍAS LÓPEZ.

PALABRAS CLAVE: BME Growth – Comisión Nacional del Mercado de Valores – Derecho del mercado de valores – Ofertas Públicas de Adquisición – Renta Fija – Servicios de Inversión – Tecnología de registros distribuidos.

KEYWORDS: BME Growth – Spanish National Securities Market Commission – Securities Market Law – Takeover Bids – Bonds – Investment Services – Distributed Ledger Technology.

Fecha de recepción: 26-5-2023

Fecha de aceptación: 24-7-2023

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN. 1. *Aspectos generales*. 2. *Cuestiones clave de la nueva norma*. II. MEJORAS EN LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES. 1. *La emisión de valores de renta fija*. 2. *Los SMN. Inclusión de los emisores de deuda*. 3. *Las ofertas públicas de adquisición*. 4. *Las obligaciones de información*. 5. *La admisión a negociación*. 6. *Los intermediarios financieros*. III. MEJORAS EN MATERIA DE PROTECCIÓN DE INVERSORES. 1. *Digitalización de los mercados financieros*. 1.1. Régimen temporal para las infraestructuras del mercado basadas en DLT. Valores negociables representados mediante DLT. 1.2. La negociación con criptoactivos. 2. *Las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición*. 3. *Las empresas de servicios de inversión*. 3.1. Medidas de control respecto de los influencers financieros. 3.2. Régimen prudencial de empresas de servicios de inversión. 4. *La resolución alternativa de litigios*. IV. ASPECTOS TRANSVERSALES. 1. *El régimen sancionador*. 2. *Aspectos institucionales de la CNMV*. 3. *Las instituciones de inversión colectiva*. V. CONCLUSIONES. VI. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

Los mercados de valores se encuentran en constante evolución; es por ello por lo que su regulación debe también hacerlo. Esta evolución en parte es debida a la competencia entre los diferentes mercados de valores o centros de negociación, de forma que los mercados españoles deben adaptarse frecuentemente para poder continuar atrayendo inversores y facilitando la inversión a nuestras empresas. En este sentido, en los últimos años, ha devenido fundamental incorporar la digitalización de los mercados financieros, así como la necesaria agilización y modernización de su operativa para hacerlos más atractivos. Esto se ha concretado en la reciente aprobación de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (en adelante, la LMVSI), norma de la que pasamos a analizar sus novedades y modificaciones respecto del régimen anterior.

1. ASPECTOS GENERALES

La nueva norma reguladora de los mercados de valores deroga el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, el LMV), y sus adaptaciones y modificaciones, de entre las que destacamos las aprobadas por el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores; y el Real Decreto-ley 14/2018, de

28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre².

Se trata, como se expone en su preámbulo, de una «ley marco» o de cabecera, reguladora de los mercados de capitales, que contiene los «caracteres básicos de los distintos mercados financieros y sus agentes, establece sus obligaciones esenciales de conducta e información para garantizar la protección de la clientela financiera, y atribuye a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) la misión de supervisar dichos mercados en beneficio de la transparencia, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores».

La LMVSI hace un importante esfuerzo de simplificación y reordenación, de forma que, respecto a varias materias, en esta «ley marco» únicamente se recogen los aspectos esenciales que posteriormente se desarrollarán a través de unos Reglamentos sobre las materias que regula la Ley³. En este sentido, el legislador ha previsto la promulgación de tres Reglamentos sobre, respectivamente, las empresas de servicios de inversión (en adelante, ESI); los instrumentos financieros, la admisión a negociación, el registro de valores y las infraestructuras de mercado y, por último, un tercero sobre las potestades de supervisión y facultades administrativas de la CNMV⁴.

A pesar del esfuerzo de simplificación, la extensión de la LMVSI no se aleja del LMV, contando con diez títulos y un conjunto de 340 artículos, algunos con un nivel de detalle que hace dudar de su carácter de «ley marco». Contiene asimismo ocho disposiciones adicionales, siete transitorias, una derogatoria y quince disposiciones finales.

Finalmente, queremos destacar que la entrada en vigor de la LMVSI, con carácter general, tal y como se desprende de la Disp. Final decimoquinta,

2. Cabe indicar que la Disp. Derog. única indica que las citadas normas quedarán derogadas salvo por lo dispuesto en el ap. 5 de la Disp. Final decimoquinta, el cual no existe en dicha disposición. Entendemos que se refiere al ap. 4 en relación con las cuestiones pendientes de desarrollo reglamentario.
3. Sobre la implicación de este carácter de «ley marco», v. PALÁ LAGUNA, R., «La nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión», *Análisis GA&P*, núm. Marzo, 2023, p. 1, <https://www.ga-p.com/publicaciones/la-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores-y-de-los-servicios-de-inversion/> (consultada el 15 de mayo de 2023). La autora señala que, además de la aprobación de nuevos Reglamentos, también será necesario modificar ciertos reales decretos, como por ejemplo el que regula el régimen de opas (Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores).
4. Pueden consultarse los borradores de estos Reglamentos publicados el 25 de mayo de 2022 en https://portal.mineco.gob.es/es-es/ministerio/participacionpublica/audiencia-publica/Paginas/ECO_Tes_20210430_AP_LMVySI_Texto_Ley_del_Mercado_de_Valores.aspx (consultada el 15 de mayo de 2023). Se prevé que, tras el dictamen del Consejo de Estado se publique la nueva versión en la que se han recogido algunos de los comentarios recibidos en la consulta pública.

fue el 7 de abril del 2023. No obstante lo anterior, el contenido del art. 63 LMVSI entrará en vigor el 18 de septiembre de este año, mientras para aquellas cuestiones que requieran desarrollo reglamentario, en tanto no se aprueben dichas normas, seguirán en vigor las normas vigentes hasta el momento de la promulgación de la LMVSI. Por otro lado, los arts. 307 y 323 entrarán en vigor cuando lo haga el Reglamento (UE) del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937 (en adelante, Reglamento MiCA), ya que dichos preceptos se refieren a las infracciones y al régimen sancionador de la citada norma europea. La entrada en vigor del Reglamento MiCA, aprobado el 20 de abril de 2023 por el Parlamento Europeo y el 3 de mayo por el Consejo, se prevé que será entre mediados de 2024 y principios de 2025⁵.

2. CUESTIONES CLAVE DE LA NUEVA NORMA

Centrándonos en el nuevo contenido de la LMVSI, una de las principales finalidades de esta ley es la de mejorar la regulación de los mercados de capitales, sistematizar y reordenar la normativa del mercado de valores buscando aumentar su competitividad y facilitar la financiación de la economía de forma más transparente y eficiente. El legislador español trata de conseguir que los mercados de capitales sean una verdadera alternativa frente al mercado del crédito para un mayor número de empresas.

Para ello, entre otras medidas, la LMVSI pone énfasis en el régimen de actuación y supervisión de las ESIs, de forma tan central, que los servicios de inversión han pasado a ser parte del título de la norma. En esta línea, también se han introducido cambios en los sistemas multilaterales de negociación (en adelante, SMN), incluido el segmento de mercado BME Growth; los mercados de financiación para pequeñas y medianas empresas (pyme) junto con la simplificación y la reducción de tasas del régimen de emisiones de renta fija y de otros valores no participativos. También se han incluido modificaciones en el régimen de ofertas públicas de adquisición (opa), la admisión a negociación, las obligaciones de información y respecto a ciertos intermediarios financieros.

Por otro lado, como en ocasiones anteriores, el legislador español también ha aprovechado la ocasión para reforzar la protección de los ahorradores y clientes de servicios financieros. En este sentido, la LMVSI pone especial énfasis en la adaptación de nuestro ordenamiento a las nuevas realidades tecnológicas y digitales, introduciendo durante la tramitación parlamentaria la posibilidad de *tokenizar* valores negociables, entre otras medidas relacionadas con el objetivo de garantizar una adecuada utilización de las

5. La fecha exacta de la entrada en vigor de cada una de las partes del Reglamento MiCA dependerá de la fecha de publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

tecnologías de registros distribuidos/descentralizados⁶ (en adelante, DLT, por sus siglas en inglés). A este respecto, se han introducido los instrumentos necesarios para poder aplicar los recientemente aprobados Reglamentos europeos en materia de digitalización⁷, así como, en general, un conjunto de Directivas europeas en materia de mercados de instrumentos financieros⁸. Asimismo, también en materia de protección de los inversores, se han

6. Cabe señalar que, si bien en la LMVSI se utiliza el término distribuidos (*distributed*), en otras normas, el legislador, en este caso europeo, se refiere a descentralizadas (*decentralized*) en su traducción al español. Este es el caso de la traducción del Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2022 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE (en adelante, el Reglamento del Régimen Piloto DLT). Como se aprecia en el propio título se utiliza el concepto de descentralizado cuando en la versión en inglés se utiliza «*distributed*». Existe una cierta confusión respecto a estos términos, los cuales se utilizan indistintamente si bien no significan lo mismo. Así, mientras que en los sistemas descentralizado no existe una presencia de una autoridad central, en los sistemas distribuidos puede haber o no una autoridad central, lo que afectará a cómo se toman las decisiones y cómo se comparte la información dentro de la red de nodos.
7. Nos referimos al paquete de finanzas digitales que publicó la Comisión Europea el 24 de septiembre de 2020 [COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones sobre una Estrategia de Finanzas Digitales para la UE (COM/2020/591 final)*, 24 de septiembre de 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0591> (consultada el 15 de mayo de 2023)]. Este paquete incluía el desarrollo de un régimen piloto sobre infraestructuras de mercado basado en tecnología de registros distribuidos (la más conocida, Blockchain), una propuesta de resiliencia operativa digital y una propuesta más general en materia de criptoactivos relacionada con los servicios financieros de la Unión. En concreto, por orden de aprobación de las normas, el citado Reglamento del Régimen Piloto DLT, Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014, (UE) n.º 909/2014 y (UE) 2016/1011 (en adelante, Reglamento DORA); y el Reglamento MiCA, el cual fue aprobado por el Parlamento Europeo el 20 de abril y el 3 de mayo por el Consejo, pendiente de publicación, cuyo texto puede examinarse en <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-54-2022-INIT/es/pdf> (consultada el 16 de mayo de 2023).
8. Tal y como se indica en la Disp. Final decimotercera, mediante la LMVSI se incorporan parcialmente al derecho español las siguientes Directivas: la Directiva 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019 relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión; la Directiva 2019/2177 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de diciembre de 2019 por la que se modifica la Directiva 2009/138/CE sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II), la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros y la Directiva 2015/849 relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo; la Directiva 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de febrero de 2021 por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE en lo relativo a los requisitos de información, la gobernanza de productos y la limitación de posiciones; las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/878 en lo relativo a su aplicación a las empresas de servicios

realizado modificaciones en el régimen de las ESIs y de la resolución alternativa de litigios, introduciéndose, además, a través de la modificación de la Ley de sociedades de capital, de un régimen para las sociedades cotizadas con propósito especial (SPAC)⁹.

Si bien el legislador español ha tratado incluso de anticiparse a la aprobación del Reglamento MiCA tras la promulgación de la LMVSI, lo cierto es que la regulación europea en materia de mercados financieros está en estado de permanente evolución, por lo que podemos prever modificaciones en un futuro no muy lejano¹⁰. Así, entre las próximas reformas que afectarán a la LMVSI podemos destacar la negociación de la futura *Listing Act*, la cual tratará de simplificar y armonizar el proceso de cotización a nivel europeo¹¹. Implicará la modificación de varios Reglamentos europeos: el Reglamento

de inversión con el fin de contribuir a la recuperación de la crisis de la COVID-19, la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 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, la cual acompaña a los Reglamentos del paquete de finanzas digitales y entendemos se refiere a la ya aprobada Directiva (UE) 2022/2556 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE, 2014/65/UE, (UE) 2015/2366 y (UE) 2016/2341 en lo relativo a la resiliencia operativa digital del sector financiero. Finalmente, se incorpora la Directiva 2020/1504 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros.

9. Sobre el régimen de las SPACs podemos señalar que quizás su regulación ha llegado demasiado tarde, cuando la tendencia a nivel mundial, y especialmente en los Estados Unidos, se ha visto reducida. Así se recoge en prensa económica, CINCODÍAS, *¿Llegan las SPAC españolas al final de la fiesta?*, 1 de mayo de 2023, <https://cincodias.elpais.com/opinion/2023-05-01/llegan-las-spac-espanolas-al-final-de-la-fiesta.html> (consultada el 15 de mayo de 2023).
10. En este sentido se expresa, por ejemplo, el segundo párrafo del apartado II del preámbulo de la LMVSI cuando indica que: «La actual iniciativa de una Unión del Mercado de Capitales impulsada por las instituciones de la Unión Europea no hará sino acelerar esta tendencia y obligará a seguir modificando la presente Ley y sus Reglamentos de desarrollo. En efecto, el nuevo Plan de Acción de la Comisión sobre una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas, presentado en septiembre de 2020, contempla un total de 16 acciones legislativas, la mayoría de la cuales implicarán la reforma de alguna Directiva de la normativa financiera europea y, en consecuencia, también de esta Ley».
11. Esta propuesta de Reglamento europeo tiene por una finalidad similar a la LMVSI, hacer más atractivos los mercados de capitales europeos, especialmente para las pymes. Así, trata de hacer menos engorroso y costoso el proceso de cotización para las pymes en la UE, frente a otros mercados de capitales. Así, estas empresas tendrán más opciones de financiación, gracias a una mayor exposición a inversores lo que redundará en un mayor crecimiento y creación de empleo. Sobre esta iniciativa de la Comisión Europea y el estado de su tramitación: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI\(2023\)747111_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI(2023)747111_EN.pdf); y https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Ley-de-cotizacion-hacer-mas-atractivos-los-mercados-de-capitales-publicos-para-las-empresas-de-la-UE-y-facilitar-el-acceso-de-las-pymes-al-capital_es (consultadas el 15 de mayo de 2023).

relativo a Folletos, el MAR y MiFIR. Junto a este Reglamento también se prevé la aprobación de una Directiva que modifique MiFID II y derogue la Directiva sobre admisión a cotización, la cual ha quedado obsoleta, además de la publicación de una Directiva sobre acciones de lealtad¹².

Vista la amplia variedad de cambios, a fin de sistematizar la exposición, hemos organizado el trabajo en dos grandes bloques, por un lado, aquellas medidas tendentes a impulsar los mercados de valores como alternativa a la financiación bancaria y, por otro lado, las medidas relativas a la protección de los inversores. Finalmente, se incluyen una tercera sección respecto a algunas cuestiones transversales de la nueva norma reguladora de los mercados de valores, entre las que incluimos el régimen sancionador y ciertos aspectos de la CNMV.

II. MEJORAS EN LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

Como decíamos en la Introducción, uno de los ejes de actuación de la nueva LMVSI ha sido la inclusión de medidas con el objetivo de mejorar la capacidad de los mercados de valores para financiar a las empresas españolas, tratando de reducir, una vez más, la elevada bancarización¹³ e impulsar la recapitalización y la refinanciación del tejido empresarial español. Esto último se ejecutará, por ejemplo, con la transposición de la Directiva 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de febrero de 2021 (la conocida como Directiva *Quick Fix*), por la que, entre otras, se modifica la MiFID II. La Directiva *Quick Fix* forma parte de un conjunto de medidas encaminadas a facilitar la recuperación económica tras la crisis sanitaria de la COVID-19, teniendo, entre otros objetivos, el favorecer la

12. Nos referimos al Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado (Reglamento de Folletos); el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado o MAR en sus siglas en inglés); el Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 (MiFIR), la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II); y la Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores (Directiva sobre admisión a cotización).

13. Termino al que se refiere PULGAR EZQUERRA, J., «Refinanciaciones de deuda, emprendedores y segunda oportunidad», *Diario la Ley*, núm. 8141, 2013, p. 4 de su edición digital. Lo cierto es que la economía española tradicionalmente ha presentado un elevado nivel de dependencia bancaria y un desarrollo limitado de los mercados de valores con muchas barreras operativas, lo que ha afectado especialmente a las pymes a la hora de buscar opciones de financiación. En este sentido, v., por ejemplo, PASTOR SEMPERE, M. del C., *Economía digital sostenible*, Thomson Reuters Aranzadi, 2020, en su cap. Segundo de su edición digital al tratar la problemática en torno a la participación de pymes, y empresas de economía social en el mercado financiero digital.

recapitalización de las empresas europeas y facilitar las inversiones en la economía real.

En este sentido, con el fin de fomentar la atracción de inversores, el legislador se ha centrado en simplificar algunos procedimientos y eliminar ciertas cargas administrativas, entre otras medidas que a continuación pasamos a exponer.

1. LA EMISIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA

En primer lugar, cabe señalar que, para fomentar la financiación vía capitales, la LMVSI, entre otras medidas, ha simplificado y aligerado el proceso de emisión de valores de renta fija (entre otros, valores no participativos), en línea con lo desarrollado en países de nuestro entorno y en la normativa europea. Se busca mejorar la competitividad y aumentar el número de emisiones de renta fija en nuestro mercado, siendo actualmente bastante escasas¹⁴. Así, con este objetivo, se han eliminado procedimientos y ciertas obligaciones de información redundantes en el proceso de compensación y liquidación de valores. Entre ellos, destaca la eliminación del requisito de doble control, de forma que, aunque la CNMV seguirá aprobando el folleto correspondiente, la verificación de los requisitos de admisión pasará a llevarla a cabo el organismo rector del mercado regulado (por ejemplo, en el AIAF) tal y como se indica en el art. 63 de la LMVSI¹⁵. Lógicamente, debido a que la CNMV ya no realizará la verificación se ha eliminado la correspondiente tasa que debían abonar los emisores de renta fija a la CNMV, tasa en concepto de examen de la documentación para la verificación de los cumplimientos de los requisitos para la admisión a negociación de valores no participativos¹⁶.

2. LOS SMN. INCLUSIÓN DE LOS EMISORES DE DEUDA

Con el objetivo de promover la financiación no bancaria de las pymes cotizadas, la LMVSI introduce ciertas mejoras en los SMNs, donde destaca BME Growth (el antiguo Mercado Alternativo Bursátil)¹⁷. No hay que

14. Tal y como se desprende de BME, *Mercado de Renta Fija. Informe anual 2022, 2023*, <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/docsSubidos/Listing/Informe-Anual-Renta-Fija.pdf> (consultada el 15 de mayo de 2023), p. 24 y ss.

15. Precepto que, como hemos indicado en la Introducción, entrará en vigor el 18 de septiembre de 2023.

16. En este sentido se elimina la tasa de verificación de la CNMV, regulada en la Ley 16/2014, de 30 de septiembre, por la que se regulan las tasas de la CNMV, tal y como se modifica en virtud de la Disp. Final octava de la LMVSI.

17. Si bien en España contamos con otros SMN: BME MTF Equity (en el que se incluye el segmento BME Growth al que hemos hecho referencia por ser el más notable) y Portfolio Stock Exchange, creado recientemente por CNMV, tal y como se señala en el *client briefing* de URÍA MENENDEZ, *Proyecto de Reforma de la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*, 12 de septiembre de 2022, p. 3, <https://www.uria>.

olvidar que, debido a las barreras de entrada, el acceso a los mercados de capitales habitualmente se realiza principalmente por grandes empresas, cuando el grueso de las sociedades en el mercado español son pymes que también necesitan financiación¹⁸.

En particular, en virtud del art. 109 LMVSI, se extiende el ámbito de aplicación del régimen de opas a los SMNs, incluyendo así a las cotizadas en el mercado de pymes en expansión (segmento de BME Growth) en los términos que se establecerán reglamentariamente¹⁹. Con ello, además de eliminar la heterogeneidad, se permitirá que los accionistas reciban proporcionalmente la prima de control en casos de ofertas de adquisición de estas sociedades, de la misma forma que sucede en el mercado regulado.

Por otro lado, cuando se produzca el correspondiente desarrollo reglamentario, a las sociedades admitidas a negociación en BME Growth (u otro SMN) les serán de aplicación las normas de exclusión voluntaria de negociación en los mercados regulados (tal y como se expone en el art. 65.6 y la Disp. Transit. tercera de la LMVSI).

Finalmente, se amplía la definición de pyme introducida por MiFID II por la que se consideraban pymes aquellas empresas con una capitalización de mercado inferior a 200 millones de euros en los últimos 3 ejercicios. Ahora, en virtud del art. 76.4 LMVSI, también tendrán dicha consideración los emisores de deuda que no dispongan de acciones o instrumentos asimilados que se negocien en algún centro de negociación, cuando el valor nominal de sus emisiones de deuda durante el ejercicio anterior en el conjunto de la UE sea por valor inferior a 50 millones de euros. La incorporación de los emisores de deuda permitirá ampliar el rango de opciones que permiten cotizar a las pymes (especialmente en BME Growth), buscando, como decíamos, mejorar sus vías de financiación.

3. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

Además de los cambios que hemos señalado en el apartado anterior respecto al régimen de opas para sociedades que cotizan en un SMN, también

com/es/publicaciones/newsletter/1570-mercado-capitales (consultada el 15 de mayo de 2023).

18. La creación del Mercado Alternativo Bursátil (el actual BME Growth) ya partió de esta idea de tratar de reducir la dependencia bancaria a la hora de que las pymes pudieran financiarse (PALÁ LAGUNA, R.; y CUERVO ARANGO, C., «Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa», *Anuario de Capital Riesgo 2014*, 2015, pp. 83-113) Sin duda, el éxito de este SNM ha sido relativo, de ahí la reforma actual.
19. El sistema anterior únicamente exigía la previsión estatutaria por la que el accionista que recibiera una oferta de compra por una participación que permitiese al potencial adquirente tener más del 50% del capital, no podría transmitir si el potencial adquirente no extendía su oferta al resto de los accionistas en las mismas condiciones.

se han producido varias modificaciones en el régimen general de opas. En primer lugar, podemos señalar la ampliación de la definición de control a efectos de determinar la obligación de formular una opa. En particular, en el punto b del art. 108 de la LMVSI, además de los pactos parasociales, se incluyen pactos de otra naturaleza con los titulares de los valores por la que se considere que esa actuación concertada permita tener el control del 30% o más de los derechos de voto.

Con el objetivo de proteger a los accionistas de la posible pérdida de liquidez, en los supuestos de exclusión de cotización, se viene indicando que las sociedades están obligadas a formular una opa que permita que los socios puedan desinvertir a un precio intervenido. Con la LMVSI, a este régimen se incluye la posibilidad de que la CNMV dispense de esta opa de exclusión si el valor mantiene la liquidez al continuar cotizando en otro centro de negociación de la UE (en virtud del art. 65.4 de la LMVSI)²⁰.

Asimismo, respecto al precio equitativo a abonar en las opas obligatorias, el art. 110 de la LMVSI señala que no solo se referenciará al precio más elevado pagado sino también al acordado por el obligado a formular la oferta.

Por otro lado, si bien hablaremos posteriormente sobre el régimen de las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición (conocidas como SPAC por sus siglas en inglés), cabe anticipar que, relacionado con estas entidades, se han regulado dos excepciones a la opa obligatoria. Así, no será obligatorio formular una opa para aquellos accionistas que alcancen el control (30% o más de los derechos de voto) de la sociedad cotizada resultante o de la SPAC por el ejercicio de los mecanismos de reembolso [tal y como queda regulado en el art. 523 *quater* del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, la LSC), introducido por la Disp. Final sexta de la LMVSI].

Finalmente, a modo de curiosidad, dentro de las circunstancias extraordinarias que permiten activar el régimen especial de opas según el art. 117.3 b) LMVSI, además de las catástrofes naturales, situaciones de guerra o calamidad u otras derivadas de fuerza mayor, también se incluye las pandemias declaradas²¹.

20. Esta dispensa por parte de la CNMV (no es una exención) parece que en la práctica podría facilitar las operaciones de fusión transnacionales, tal y como señala en su publicación CUATRECASAS, *Nueva «ley marco» de los Mercados de Valores y los Servicios de Inversión*, 22 de marzo de 2023, p. 4, <https://www.cuatrecasas.com/resources/legal-flash-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores-y-servicios-de-inversion-641b3d-6ca0f21535008221.pdf?v1.54.0.2.20230519> (consultada el 15 de mayo de 2023).

21. Si bien ya venía siendo la interpretación de la CNMV, tal y como se refleja en la pregunta 11 de la última versión de CNMV, *Preguntas y respuestas sobre ofertas públicas de adquisición de valores (opas)*, 10 de febrero de 2022, https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAs_OPAs.pdf (consultada el 15 de mayo de 2023).

4. LAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

Buscando reducir las cargas administrativas que suponen una barrera para el desarrollo de los mercados de valores, la LMVSI, transponiendo la Directiva *Quick fix*, también reajusta ciertos requisitos y obligaciones de información que, en el contexto actual, pueden resultar redundantes, es decir, no aumentan la protección de los inversores, especialmente cuando se dirigen a clientes profesionales. Así, por ejemplo, en el art. 200.4 de la LMVSI se indica que la información se proporcionará a los clientes en formato electrónico, salvo que sea un potencial cliente minorista que haya solicitado recibir la información en papel, en cuyo caso se remitirá gratuitamente de esa forma.

En el contexto de la poscontratación también se ajustan las obligaciones de información de los participantes en el proceso de compensación y liquidación de valores. En concreto se eliminan procedimientos y obligaciones de información que resultan ya innecesarios debido a la implementación de Reglamentos europeos de directa aplicación. En particular, los intermediarios financieros ya no tendrán que proporcionar información sobre las operaciones que realicen en el marco del sistema de información (PTI en sus siglas en inglés) para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables²². Se incluye un periodo transitorio de dos años para que los depositarios centrales de valores, las infraestructuras de mercado y las entidades participantes puedan adaptar sus infraestructuras y medios a esta modificación, si bien la CNMV puede adoptar las medidas necesarias con el fin de asegurar el correcto funcionamiento de los procesos de liquidación y la estabilidad del sistema en la fecha en que finalice el periodo de adaptación (en virtud de la Disp. Transit. cuarta de la LMVSI).

Por otro lado, desde el punto de vista de los emisores, en virtud del art. 100.2 de la LMVSI se ha ampliado el plazo de publicación del segundo informe financiero trimestral de forma que los emisores ahora tendrán tres meses desde la finalización del periodo²³. Asimismo, cuando los emisores sean entidades extranjeras cuyos valores estén también admitidos a negociación en otros mercados regulados de la UE, estos no tendrán la obligación de publicar el Informe Anual de Gobierno Corporativo (regulado en el art. 540 LSC), sino únicamente deberán incluir ciertas referencias a su contenido en el informe de gestión (según lo dispuesto en la Disp. Adic. sexta de la LMVSI).

22. El PTI se incorporó a nuestro ordenamiento en 2015 con el objetivo de establecer obligaciones de información a IBERCLEAR (depositario central de valores del mercado español) y a los intermediarios financieros que operan en nuestro mercado, con el objetivo de mantener la trazabilidad de las operaciones. Sin embargo, con la nueva normativa europea, tal y como se indica en el preámbulo de la LMVSI, este sistema de información ha pasado a ser innecesario y una mera carga administrativa.

23. Cabe recordar que ya no es obligatorio presentar informes financieros trimestrales para los emisores desde la modificación del LMV por parte de la Ley 5/2021 de 12 de abril. Se suprimió esta obligación de información con el objeto de evitar el «capitalismo trimestral». No obstante, debido a que la gran mayoría de los emisores siguen presentándolos esta medida entendemos que será bien acogida.

5. LA ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN

Si bien el régimen de admisión a negociación en los mercados regulados no se ha modificado en términos generales, podemos señalar, como novedad, la inclusión de la posibilidad de que «un valor negociable que haya sido admitido a negociación en un mercado regulado de otro Estado miembro podrá ser admitido posteriormente a negociación en un mercado regulado español, aun sin el consentimiento del emisor» (según el art. 63.6 de la LMVSI)²⁴.

Por otro lado, respecto a la admisión a negociación de valores emitidos por el Instituto de Crédito Oficial (E. P. E.) se incluye ahora la necesidad de contar con un aval del Estado en virtud del art. 63.5 de la LMVSI.

6. LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

En cuanto a los proveedores de servicios de suministro de datos²⁵, con la transposición parcial de Directiva 2019/2177 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de diciembre de 2019, pasarán a ser autorizados y supervisados por Autoridad Europea de Valores y Mercados. Esto se exceptúa en el caso de los sistemas de información autorizados y los agentes de publicación autorizados, que continuarán supervisados por la CNMV, si tienen escasa relevancia para el mercado interior y se cumple la exención del art. 2.3. del MiFIR, tal y como se indica en el art. 184.2 de la LMVSI. Cabe indicar también que parte de la regulación de los servicios de suministro de datos se ha eliminado del texto legislativo y se regulará reglamentariamente.

En segundo lugar, la LMVSI incorpora la modificación de MiFID II realizada por la Directiva 2020/1504 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020. En concreto, en el art. 125.3 de la LMVSI se excluye del ámbito de aplicación a aquellas personas jurídicas autorizadas como proveedores de servicios de financiación participativa (conocidas como *crowdfunding*) en virtud del Reglamento (UE) n.º 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020 sobre este tipo de entidades.

III. MEJORAS EN MATERIA DE PROTECCIÓN DE INVERSORES

El siguiente gran bloque de medidas de la nueva LMVSI tiene como objeto la mejora de la protección de los inversores, centrándose especialmente en los desafíos del proceso de digitalización financiera. Además de

24. Esta posibilidad se recogía en la antigua Ley 24/1988 del mercado de valores en su art. 32 bis.

25. El art. 182 de la LMVSI señala que existen tres clases de proveedores de servicios de suministro de datos: agentes de publicación autorizado (APA), los proveedores de información consolidada (PIC) y los sistemas de información autorizado (SIA).

adaptar la normativa del mercado de valores al contenido de los Reglamentos ya aprobados en esta materia, la LMVSI se ha anticipado a la aprobación del Reglamento MiCA, norma que actualmente se encuentra aprobada pero pendiente de publicación. Por otro lado, también se incorporan novedades como la regulación de las SPACs, respecto al régimen de las ESIs y de los mecanismos de resolución de conflictos, como veremos a continuación.

1. DIGITALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

En los últimos años, la presencia de criptoactivos en nuestro sistema financiero ha ido creciendo considerablemente, destacando, especialmente, el incremento apreciado durante la crisis sanitaria de la COVID-19. No obstante, incluso antes de ese momento, las autoridades supervisoras españolas y europeas ya llevaban tiempo advirtiendo de los riesgos que estos activos suponían tanto para los posibles inversores, que podían ser objeto de fraude o sufrir la pérdida total de la inversión (por la complejidad, volatilidad, falta de transparencia y potencial falta de liquidez); como para la estabilidad de los mercados financieros²⁶. Y no solo eso, sino que también los propios emisores, tras escándalos como los del *exchange* FTX²⁷ han empezado a solicitar algún tipo de regulación que dé seguridad en el mercado de criptoactivos.

El legislador europeo, consciente de esta problemática, impulsó el desarrollo del paquete legislativo sobre finanzas digitalizadas, buscando desarrollar unas normas claras, que protegieran tanto al inversor como al emisor, garantizando la integridad del mercado y la estabilidad financiera, pero tratando de permitir el desarrollo de innovaciones en el mercado. La incorporación de este paquete legislativo a nuestro ordenamiento ha supuesto la introducción de algunas novedades importantes en la «ley marco» reguladora de los mercados de valores. La aprobación de los diversos Reglamentos

26. Entre las advertencias más recientes, podemos destacar la realizada conjuntamente el 17 de marzo de 2022 por ESMA, Autoridad Bancaria Europea (EBA en sus siglas en inglés) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA en sus siglas en inglés) en la que advertían a los consumidores sobre los riesgos de los criptoactivos, *EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets* (ESA 2022 15), 17 de marzo de 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esa_2022_15_joint_esas_warning_on_crypto-assets.pdf (consultada el 15 de mayo de 2023). En ella se hace referencia a algunas de las advertencias realizadas con anterioridad. Por otro lado, a nivel nacional, una de las últimas advertencias en materia de criptoactivos fue publicada el 9 de febrero de 2021 conjuntamente por la CNMV y el Banco de España, <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7Be14ce903-5161-4316-a480-eb1916b85084%7D> (consultada el 15 de mayo de 2023).

27. Nos referimos al caso de fraude y quiebra del Exchange de criptoactivos FTX que ocurrido a finales de 2022. Sobre este caso y la necesidad de regulación recoge la prensa económica, Cinco Días, *FTX evidencia que la regulación de los criptoactivos es urgente y llega tarde*, 11 de noviembre de 2022, https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/11/10/opinion/1668105205_238192.html (consultada el 15 de mayo de 2023).

Europeos que forman parte del paquete, los cuales son (o serán, en su caso, cuando entren en vigor) de directa aplicación en nuestro ordenamiento jurídico, ha provocado la necesaria adaptación de la regulación de los mercados de capitales actual para que estas nuevas disposiciones tuvieran su encaje jurídico. Igualmente, se ha debido tener en cuenta la transposición de la Directiva (UE) 2022/2556 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE, 2014/65/UE, (UE) 2015/2366 y (UE) 2016/2341 en lo relativo a la resiliencia operativa digital del sector financiero [en adelante, la Directiva (UE) 2022/2556], norma que acompaña a los citados Reglamentos en materia de finanzas digitales. Entre todas las novedades, podemos diferenciar en este sentido aquellas medidas centradas específicamente en la aplicación de los sistemas DLT y aquellas que se refieren a la negociación con criptoactivos.

1.1. Régimen temporal para las infraestructuras del mercado basadas en DLT. Valores negociables representados mediante DLT

El pasado 23 de marzo de 2023 entró en vigor el Reglamento del Régimen Piloto DLT por el que se permite establecer un régimen de pruebas temporal común en la UE para servicios financieros basados en DLT. La implementación de este Reglamento, junto con la transposición del contenido en la Directiva (UE) 2022/2556 al respecto²⁸, tenía como principal obstáculo la propia regulación de los mercados a nivel europeo y nacional, que, entre otras cuestiones, impedía esta forma de representación de los instrumentos financieros o la autorización de los centros de negociación bajo estas condiciones. Es por ello por lo que una parte importante de este Reglamento supone la eliminación de dichas barreras regulatorias, en especial, en materia de emisión, negociación y liquidación de criptoactivos considerados como instrumentos financieros (*security tokens*). A cambio, se ha limitado el ámbito de actuación del régimen piloto de forma que, en este contexto, solo se podrá utilizar el DLT en operaciones con ciertos instrumentos financieros *tokenizados* y siempre que no superen determinado volumen de actividad²⁹. Asimismo, el Reglamento incluye herramientas para ayudar a los reguladores a adquirir experiencia en el uso del DLT.

28. Así, por ejemplo, en dicha Directiva, se modifican las principales Directivas en materia de mercados financieros para que los criptoactivos puedan ser tratados jurídicamente como instrumentos financieros en la Unión Europea, destacando la modificación de MiFID II para que los instrumentos financieros pueden emitirse mediante DLT.

29. En concreto, en este régimen piloto podrán admitirse a cotización o registro de una infraestructura basada en DLT: acciones con un mercado de capitalización bursátil inferior a 500 millones de euros; bonos y otras formas de deuda titulizada o instrumentos de mercado monetario por valor inferior a 1000 millones de euros; y participaciones en organismos de inversión colectiva que gestionen activos con un valor de mercado inferior a 500 millones de euros; con el límite conjunto de que el valor total de los instrumentos financieros basado en DLT no supere los 6000 millones de euros.

Un primer paso en el proceso de adaptación para la puesta en funcionamiento de este régimen piloto ha sido la adopción, por parte de la CNMV³⁰, de las Directrices sobre formularios, formatos y plantillas estándar para solicitar permiso para operar una infraestructura de mercado basada DLT publicadas por la ESMA (la Autoridad Europea de Valores y Mercados, en sus siglas en inglés)³¹. Cabe señalar que estas Directrices buscan estandarizar y uniformizar el procedimiento de solicitud, estableciendo unas prácticas coherentes, eficaces y eficientes dentro del Sistema Europeo de Supervisión Financiera³².

Centrándonos en la LMVSI, en su redacción se han incorporado las reglas necesarias para incluir en el ámbito de aplicación y permitir la representación de valores negociables en DLT, tal y como se exigía en el art. 18.2 del Reglamento del Régimen Piloto DLT. En concreto, el principal cambio lo encontramos en lo dispuesto en el art. 2 de la LMVSI en el que, sin modificar sustancialmente la definición de instrumento financiero sujeto a la Ley (tal y como se recogía en el antiguo art. 2 del LMV), se añade la posibilidad de que estos sean «emitidos, registrados, transferidos o almacenados» utilizando DLT, a falta de un ulterior desarrollo reglamentario. En dicho Reglamento se incluirán las categorías de estos instrumentos basados en DLT, sus características, particularidades en su operativa y las condiciones para que sean de carácter fungible de cara a la compensación y liquidación, tal y como anticipa el art. 6.4 de la LMVSI. En la escritura pública de emisión y en los estatutos sociales se describirá que dichos valores están representados mediante DLT, modificándose, en virtud de la Disp. Final sexta de la LMVSI, los arts. 23.d)³³ y 407.2.c) de la LSC.

30. Notificación de la CNMV, *La CNMV adopta las Directrices para solicitar permiso para operar una infraestructura de mercado basada en la tecnología de registro descentralizado (DLT/TRD)*, 10 de marzo de 2023, <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7Bf3054aea-e3d8-456a-8fc8-0c511ec2e806%7D> (consultada el 15 de mayo de 2023).

31. ESMA, *Directrices sobre formularios, formatos y plantillas estándar para solicitar permiso para operar una infraestructura de mercado basada en TRD (ESMA70-460-213)*, 08 de marzo de 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA70-460-213_DLTR_GLS_on_application_standard_forms_formats_templates_ES.pdf (consultada el 15 de mayo de 2023).

32. Tal y como apunta TAPIA HERMIDA, A. J., «La nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión: aprobación del Proyecto de Ley por los Plenos del Congreso y del Senado (1/2): Aspectos generales y ejes cardinales de la nueva LMVSI», *Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 16 de marzo de 2023, <http://ajtapia.com/2023/03/la-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores-y-de-los-servicios-de-inversion-aprobacion-del-proyecto-de-ley-por-los-pletos-del-congreso-y-del-senado-1-aspectos-generales-y-ejes-cardinales-de-la-nueva-l/> (consultada el 15 de mayo de 2023), en especial en p. 3.

33. Como curiosidad, cabe señalar como debido al largo proceso de tramitación de la LMVSI, la nueva redacción del art. 23 de la LSC no solo incorpora la posibilidad de que en estatutos se refleje que las acciones pueden estar representadas mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos, sino que recupera la referencia a las sociedades de responsabilidad limitada en régimen de formación sucesiva, las cuales fueron suprimidas, incluida esta referencia del art. 23.d) LSC, en

Posteriormente, en cuanto al régimen aplicable a los valores negociables registrados o representados por medio de DLT, según el art. 5 de la LMVSI también se regulará por las reglas generales contenidas en su Capítulo II, siempre que así se indique en su documento de emisión o, en ausencia de mención expresa, si el emisor o única entidad responsable de la inscripción y registro de dichos valores tiene su domicilio en España. De esta forma, en nuestro ordenamiento podremos contar con valores negociables representados no solo en títulos o anotaciones en cuenta, sino también por sistemas DLT, pudiendo alternar las formas de representación a solicitud de los titulares y sujeto a autorización de la CNMV siguiendo un procedimiento que se indicará reglamentariamente (art. 6.3 de la LMVSI)³⁴. Es importante señalar, y por eso hemos recogido esta información en este epígrafe sobre el Régimen Piloto DLT que, en virtud del art. 6.2. de la LMVSI, únicamente podrán representarse mediante DLT aquellos valores emitidos en el marco del Reglamento del Régimen Piloto DLT, de forma que fuera de ese contexto no podrá negociarse en los mercados secundarios con valores representados en DLT. Hay que indicar que, inicialmente el proyecto de ley reconocía, con carácter general, esta forma de representación de los valores negociables. Sin embargo, una enmienda durante la tramitación parlamentaria en el Senado añadió la referencia al Régimen Piloto DLT, limitándolo a este contexto³⁵.

El régimen legal de los valores negociables representados mediante DLT se ha estructurado de forma muy similar al de las anotaciones en cuenta.

virtud del art. 2. de la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas.

34. Sobre esta cuestión, v. LLOPIS BLANQUE, A., «La incidencia de las tecnologías de registro distribuido y criptoactivos y su normativa de desarrollo sobre los sistemas multilaterales de negociación y los inversores minoristas», *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, núm. 5, 2023, en especial en pp. 6-7.
35. Para más información sobre la representación de los valores, especialmente de las acciones, por medio de DLT tras la aprobación de la LMVSI, v. PALÁ LAGUNA, R., «La nueva Ley...», *cit.*, pp. 4-5; y PALÁ LAGUNA, R., «Las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital por la nueva Ley de los Mercados de Valores», *Análisis GA&P*, núm. Marzo, 2023, pp. 2-3 <https://www.ga-p.com/publicaciones/las-modificaciones-de-la-ley-de-sociedades-de-capital-por-la-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores/> (consultada el 15 de mayo de 2023). Como señala la autora, de otra forma habría tenido que modificarse, entre otras disposiciones, el art. 496 LSC para permitir ese tipo de representación. Luego, a efectos prácticos, también sería necesario modificar la legislación concursal para que se consideren créditos con privilegio especial, como sí ocurre con los créditos con garantía de valores reconocidos en anotaciones en cuenta (art. 270.5.º del Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal). No obstante, sí se ha modificado, en virtud de la Disp. Final tercera el art. 517 de la Ley de Enjuiciamiento Civil para reconocer como títulos que llevan aparejada ejecución los certificados de las entidades responsables de los registros DLT. No obstante, en general, sobre la representación de los valores negociables por medio de DLT, incluso cuando estaba en vigor el LMV, v. MADRID PARRA, A., «Del valor anotado al “tokenizado”», *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, núm. 3, 2022, pp. 1-26.

Como particularidad podemos señalar que estos se constituirán por medio de su primera inscripción en los sistemas de DLT a favor del emisor o suscriptor de los valores. Siguiendo el mismo principio de legitimación formal que para anotaciones en cuenta, en este caso se considerará titular legítimo de los valores a la persona que figure inscrito en el registro DLT, el cual podrá ser un intermediario actuando por cuenta de sus clientes (art. 13 de la LMVSI). En el documento de emisión se establecerá qué mecanismos se utilizarán para probar la titularidad de los derechos representados en el DLT (art. 14.1 de la LMVSI). De esta forma, para que la transmisión de estos valores tenga eficacia deberá realizarse la correspondiente inscripción en el registro (en este caso DLT), de igual forma que ocurre con las anotaciones en cuenta (art. 11.2 de la LMVSI). Además, en su caso, para que puedan ser oponibles frente a terceros los derechos reales limitados, gravámenes u otros actos que afecten a los valores representados por DLT también será necesaria la inscripción en el sistema DLT (art. 12 de la LMVSI).

En cuanto al registro DLT, igual que ocurre con el registro de anotaciones en cuenta, necesitará de una entidad que se encargue de la llevanza del mismo, entidad que deberá estar autorizada (y posteriormente supervisada) por la CNMV para prestar servicios de administración y custodia [arts. 126.a), 129.1 y 232.a.12.º de la LMVSI]. En el documento de emisión deberá recogerse las particularidades de dicho sistema de registro DLT, garantizándose, como mínimo, que el sistema mantendrá la integridad e inmutabilidad de la emisión. Además, debe permitir la identificación, directa o indirecta, de los titulares de los derechos sobre los valores negociables y de su naturaleza, características y número. Finalmente, deberá permitir el acceso a la información sobre los valores y las operaciones con estos a sus titulares (art. 6.5 de la LMVSI).

1.2. La negociación con criptoactivos

Más allá del Reglamento del Régimen Piloto DLT, que como ya hemos expuesto tiene un ámbito de aplicación limitado respecto a ciertos instrumentos financieros y en ciertas condiciones, con la entrada en vigor del Reglamento MiCA se ampliará la posibilidad de emitir, ofertar y admitir a negociación criptoactivos³⁶. Sin embargo, el Reglamento MiCA, junto con lo contenido en la Directiva (UE) 2022/2556 al respecto, se aplicará solo a aquellos criptoactivos que no tengan la consideración de instrumento financiero.

En este ámbito también se designa a la CNMV como autoridad para la supervisión de la emisión, oferta y admisión a negociación de determinados

36. Debemos señalar que el Reglamento MiCA establece un régimen para aquellos criptoactivos que no tienen la consideración de instrumento financiero o dinero electrónico; incluidas las monedas digitales de bancos centrales (CBDC). Asimismo, también quedan fuera del ámbito de aplicación de este Reglamento, entre otros, los *tokens* no fungibles (conocidos como NFT), así como las DeFi (finanzas descentralizadas) y las DAOs (organizaciones autónomas descentralizadas).

criptoactivos aunque no sean considerados instrumentos financieros (art. 251 de la LMVSI). Todo ello sin perjuicio de las funciones del Banco de España en materia de fichas de dinero electrónico y las fichas referenciadas a activos³⁷. Designación necesaria para que la CNMV pueda garantizar la protección de los inversores y dar estabilidad financiera en el ámbito de los criptoactivos en su conjunto. Así, cuando los criptoactivos no tengan la consideración de instrumentos financieros se aplicará el régimen de infracciones y sanciones de los arts. 307 y 323 de la LMVSI, en línea con lo dispuesto en el Reglamento MiCA³⁸.

Asimismo, si bien no es novedad, cabe recordar que la CNMV será también la responsable en materia de publicidad de criptoactivos (art. 247 de la LMVSI), aspecto regulado a través de su Circular 1/2022, de 10 de enero de 2022³⁹.

Por último, en línea con lo dispuesto en el Reglamento DORA, también se transpone el contenido de la citada Directiva (UE) 2022/2556 por la que se modifica MiFID II en materia de continuidad y regularidad de la prestación de servicios y la realización de actividades de inversión, a la resiliencia y la suficiente capacidad de los sistemas de negociación, a los mecanismos efectivos de continuidad de las actividades y a la gestión de riesgos. En relación con esto en los arts. 308 y 324 de la LMVSI se establece el régimen de infracciones y sanciones respecto del citado Reglamento.

2. LAS SOCIEDADES COTIZADAS CON PROPÓSITO PARA LA ADQUISICIÓN

En segundo lugar, la LMVSI también incluye la reforma de la LSC al incluir un régimen regulatorio para las SPACs en el nuevo Capítulo VIII bis en su Título XIV sobre sociedades anónimas cotizadas (incorporado a través de la Disp. Adic. sexta de la LMVSI)⁴⁰. Con esto se busca, por un lado,

37. La autoridad competente se define en los art. 2.35) y 93 del Reglamento MiCA, en virtud de los cuales son los Estados miembros los que designan a la autoridad competente y lo notifican a la ESMA y a la EBA.
38. Régimen que, como indicábamos en la introducción, entrará en vigor cuando lo haga el Reglamento MiCA.
39. Sobre esta cuestión nos remitimos, con disculpas por la autocita, v. HERRERO MORANT, R., «Evolución y normativa de los criptoactivos durante la pandemia de la COVID-19: el régimen jurídico de la publicidad sobre criptoactivos», en M. J. GUERRERO LEBRÓN y L. ALVARADO HERRERA (DIRS.): *El derecho mercantil y la pandemia: algunos problemas del pasado, la crisis coyuntural y las perspectivas futuras –Homenaje a Agustín Madrid Parra*, Colex, 2023, pp. 929-946.
40. Las SPAC son sociedades vehículo que tienen por único objeto captar financiación en los mercados de valores para identificar una compañía operativa y, en un plazo de tiempo determinado, integrarse con ella. Esta integración se puede hacer a través de una compraventa, fusión, escisión, aportación no dineraria, cesión global de activos y pasivos u operaciones análogas. En el caso de fusión, la CNMV, atendiendo a la naturaleza y complejidad de la operación, podrá exigir la elaboración de un folleto aun cuando la operación de fusión entrará dentro de las excepciones de esta obligación según el Reglamento de Folletos [Reglamento (UE) 2017/1129

dotar de seguridad jurídica a este vehículo, asegurando, al mismo tiempo, la transparencia y la protección de los inversores de las mismas, en especial de los minoritarios.

En su régimen jurídico se fija, el tipo social, siendo sociedades anónimas cotizadas en los mercados regulados o en un SMN en cuya denominación figurará que se trata de una «Sociedad cotizada con Propósito para la Adquisición», o su abreviatura, «SPAC, S. A.»; el objeto de la inversión, indicando las sociedades objetivo y el plazo de ejecución, fijado en estatutos, por un máximo de 36 meses, ampliable 18 meses más si se aprueba en junta general⁴¹; y la inmovilización de los fondos obtenidos en la oferta pública de valores se inmovilizarán en una cuenta abierta en una entidad de crédito a nombre SPAC (art. 535 bis de la LSC).

Otro punto clave es asegurar las condiciones en las que se lleva a cabo el reembolso del capital invertido por los accionistas, tal y como se regula en el nuevo art. 535 ter LSC. En este sentido, de forma sucinta, podemos señalar que los inversores tendrán un derecho de reembolso del capital invertido en el vehículo en el momento de su constitución, ya sea a través del ejercicio del derecho estatutario de separación o por la emisión de acciones rescatables (bajo los límites de los arts. 500 y 501 de la LSC). En ambos casos, se considerará como valor de reembolso, como mínimo⁴², la parte alícuota del importe efectivo inmovilizado en la cuenta transitoria. También podrá ejecutarse el reembolso, en virtud del art. 535 quater LSC, por una opa por reducción de capital adquiriendo las propias acciones para

del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado].

Para más información sobre este tipo de entidades, v., entre otros, ALCALÁ DÍAZ, M. Á., «Las SPAC: la alternativa de financiación a través del mercado», en R. CAÑABATE POZO, R. FREIRE COSTAS, E. GARCÍA RUÍZ, A. MUÑOZ GARCÍA, F. SACRISTÁN BERGIA y C. VARGAS VASSEROT (COORD.): *Derecho de Sociedades, Concursal y de los Mercados Financieros: libro homenaje al profesor Adolfo Sequeira Martín*, Sepin, 2022, pp. 767-780; FERNÁNDEZ TORRES, I., «SPAC: ¿es oro todo lo que reluce?», en R. CAÑABATE POZO, R. FREIRE COSTAS, E. GARCÍA RUÍZ, A. MUÑOZ GARCÍA, F. SACRISTÁN BERGIA y C. VARGAS VASSEROT (COORD.): *Derecho de Sociedades, Concursal y de los Mercados Financieros: libro homenaje al profesor Adolfo Sequeira Martín*, Sepin, 2022, pp. 815-830.

41. El citado plazo es considerablemente superior al que recoge la propuesta de la autoridad supervisora de los mercados de valores estadounidense (la *Securities and Exchange Commission*). Sometida en marzo de 2022 a consulta pública. En la Propuesta 17 CFR Parts 210, 229, 230, 232, 239, 240, 249, and 270 [Release Nos. 33-11048; 34-94546; IC-34549; File No. S7-13-22] sobre *Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections* (consultada el 15 de mayo de 2023 en <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>) se fija este plazo en dieciocho meses, ampliables a un máximo de 24 en total.
42. El reembolso puede ser superior a ese valor, por ejemplo, si se incluyen los intereses generados por los fondos inmovilizados o en el caso de contar con una rentabilidad mínima garantizada (URÍA MENÉNDEZ, *Proyecto de Reforma...*, cit. pp. 4-5).

su amortización⁴³. En este punto cabe recordar, como hemos expuesto en materia de opas obligatorias, que se exige de solicitarla a aquellos accionistas que alcancen el control de la sociedad objetivo o de la SPAC como consecuencia del reembolso.

Finalmente, señalar que, debido a que la finalidad de las SPACs es facilitar la salida a bolsa de empresas, especialmente en fase de crecimiento o en un primer estadio de desarrollo, esta regulación también entraría en el objetivo de la LMVSI de impulsar alternativas de financiación vía capitales para las pymes.

3. LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

La protección de los inversores en el mercado de valores también pasa por asegurar que estos utilizan con seguridad los servicios de las ESIs. En este sentido, la LMVSI introduce varias novedades, destacando el nuevo régimen prudencial a las ESIs para asegurar su solvencia⁴⁴. Además, adopta los pasos necesarios para evitar los abusos por parte de entidades que ofrecen servicios de inversión sin contar con la debida autorización por parte de la CNMV, especialmente por *influencers* financieros y los «chiringuitos financieros».

Antes de continuar nos gustaría señalar que, a pesar de las mejoras que pasamos a describir en materia de protección de los inversores, alguna cuestión relativa a las ESIs parece que reduce esta protección. Así, por ejemplo, podemos indicar la eliminación del carácter de garantía de la comisión bursátil de las ESIs en las operaciones que realizan por cuenta ajena. Así se desprende de la redacción del art. 81 de la LMVSI al no mencionar a los comisionistas entre los responsables ante los compradores o vendedores respecto de la entrega de los valores y del pago de su precio⁴⁵.

3.1. Medidas de control respecto de los influencers financieros

Junto a los problemas detectados por la CNMV respecto a la publicidad de criptoactivos que se reguló, como hemos indicado previamente, a

43. Respecto a esta última señalar que se permitirá la entrega de acciones propias como contraprestación en la integración sin amortizarlas, sin que se genere un derecho de oposición de acreedores cuando la SPAC se haya limitado a la oferta de acciones y las conducentes a la adquisición o fusión.

44. Sobre los principales cambios en el régimen de las ESIs, v. PALÁ LAGUNA, R., «El régimen de las empresas de servicios de inversión en la nueva Ley de los Mercados de Valores», *Análisis GA&P*, núm. Abril, 2023, <https://www.ga-p.com/publicaciones/el-regimen-de-las-empresas-de-servicios-de-inversion-en-la-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores/> (consultada el 15 de mayo de 2023).

45. Para más detalles, v. PALÁ LAGUNA, R., «La comisión bursátil ya no es legalmente una comisión de garantía», *Publicaciones GA&P*, 12 de abril de 2023, <https://www.ga-p.com/publicaciones/la-comision-bursatil-ya-no-es-legalmente-una-comision-de-garantia/> (consultada el 15 de mayo de 2023).

través de la Circular de la CNMV 1/2022; la CNMV también señaló, y en la medida que publicitaran criptoactivos los incluyó, a los llamados *finfluencers*⁴⁶ o *influencers* financieros como un riesgo para los inversores⁴⁷. Las nuevas tecnologías han permitido que este tipo de *influencers* llegue cada vez a un público más amplio, muchos de ellos sin conocimientos financieros, que buscan el carácter didáctico y lúdico de estos generadores de contenido. Sin embargo, algunos de ellos van más allá y prestan servicios más propios de asesores financieros sin estar dados de alta en la CNMV. Esto supone un claro riesgo para los seguidores de estos *influencers* ya que con su asesoramiento puede no ajustarse a los requerimientos legales o, incluso, suponer un fraude financiero. De igual forma podemos referirnos respecto de los posibles «chiringuitos financieros». Es por ello por lo que el legislador español ha considerado necesario reforzar las competencias de supervisión de la CNMV en materia de publicidad para incluir a todas las entidades que ofrecen servicios de asesoramiento financiero, incluso aquellas que no tengan la correspondiente autorización. Así, en el art. 232 de la LMVSI, al señalar el ámbito de la supervisión, inspección y sanción, se incluye a estas entidades o personas en el apartado i) del citado precepto (para revisar si infringe las reservas de denominación o de actividad)⁴⁸.

La LMVSI también busca evitar que estos «chiringuitos financieros» se publiquen a través de internet, redes sociales o medios de comunicación. De esta forma, en el art. 246 de la LMVSI se indica que los gestores de los soportes donde pretenden publicitarse los instrumentos financieros o servicios de inversión al público en general deberán, previamente a autorizar la campaña de publicidad o cobrar por el posicionamiento en sus plataformas, recabar información de los anunciantes, confirmar que cuentan con la correspondiente autorización para prestar servicios de inversión. Además, comprobarán que no se encuentran dentro del listado de entidades advertidas por la CNMV u otros organismos supervisores extranjeros. Ciertamente una serie de obligaciones que no sabemos cómo de fácil será su ejecución y seguimiento, especialmente cuando muchos de estos

46. POMBO NARTALLO, V., «Finfluencers»: entre la educación financiera y la vigilancia de los reguladores», *BBVA-Innovación*, 2021, www.bbva.com/es/finfluencers-entre-la-educacion-financiera-y-la-vigilancia-de-los-reguladores/ (consultada el 15 de mayo de 2023).

47. Con disculpas por la autocita, v. HERRERO MORANT, R., «Evolución y normativa...», cit., p. 940.

48. Para más información, v. lo indicado sobre los *asesores furtivos* por TAPIA HERMIDA, A. J., «La nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión: aprobación del Proyecto de Ley por los Plenos del Congreso y del Senado (2/2): Aspectos generales y ejes cardinales de la nueva LMVSI», *Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 17 de marzo de 2023, <http://ajtapia.com/2023/03/la-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores-y-de-los-servicios-de-inversion-aprobacion-del-proyecto-de-ley-por-los-pletos-del-congreso-y-del-senado-2-aspectos-generales-y-ejes-cardinales/> (consultada el 15 de mayo de 2023).

proveedores se encuentran fuera de las fronteras de nuestro país y de la UE (por ejemplo, Google, Meta, TikTok)⁴⁹.

3.2. Régimen prudencial de empresas de servicios de inversión

En la LMVSI el papel de las ESIs ha sido un punto fundamental, tanto que los servicios financieros se han incluido en el título de la disposición. Para asegurar que los servicios de estas entidades no supone un riesgo para sus clientes y para el sistema financiero se exige que estas entidades cumplan, como ocurre con otras del mercado financiero, con unos mínimos de solvencia que se modulan con la aprobación de la LMVSI.

Así, en primer lugar, podemos citar la transposición de la citada Directiva 2019/2034, sobre régimen prudencial de ESIs, la cual busca mejorar el funcionamiento de estas empresas e incorporar obligaciones de solvencia específicas para estas entidades⁵⁰. Esto se ha cristalizado en la aprobación de un régimen prudencial de supervisión ajustado al tamaño, riesgo sistémico e importancia económica de las ESIs, permitiendo el régimen sea más flexible sin olvidar la protección de los inversores. Este nuevo régimen se aplicará siguiendo un principio de proporcionalidad, tratando de mantener el «necesario equilibrio entre la necesidad de mitigar los riesgos derivados de la actividad de estas entidades y el impulso normativo a su competitividad y rentabilidad» (tal y como se expone en el ap. VII del preámbulo de la LMVSI)⁵¹.

De esta forma, la LMVSI procede a distinguir diferentes clases de ESI en función de su dimensión, aplicándoles variaciones en los requisitos prudenciales que le serán exigibles y a su supervisión por el Banco de España o por la CNMV según sea el caso. De esta forma podemos diferenciar a las ESIs según las categorías que se recogen en el ap. IV del preámbulo de la LMVSI. Así, en primer lugar, tenemos las ESIs de gran dimensión, las cuales deberán (a) cumplir los requisitos del artículo 4, apartado 1, punto 1, letra b), del Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, (b) deben

49. En cualquier caso, en el art. 290.2e LMVSI se indica que el incumplimiento de estas obligaciones por parte de las plataformas se considerará como una infracción administrativa grave o muy grave según si el incumplimiento es ocasional o aislado. Sobre esta cuestión, v. PALÁ LAGUNA, R., «La nueva Ley...», *cit.*, p. 4.

50. Sin olvidar, en esta cuestión, el contenido del Reglamento (UE) n.º 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 575/2013, (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 806/2014; el cual es de directa aplicación.

51. Hasta el momento el régimen prudencial aplicable a las ESI compartía criterios con el de grandes conglomerados financieros y, en general, para entidades con riesgo sistémico. El régimen gravitaba sobre la viabilidad de las entidades y como esta podía afectar a la economía, sin tener que realizar ajustes y modular los requerimientos en virtud del tamaño o el riesgo.

obtener autorización como entidad de crédito, y (c) generalmente el valor total de sus activos consolidados o el grupo del que formen parte será igual o superior a 30.000 millones de euros (en virtud del art. 124 de la LMVSI). Serán entidades supervisadas por el Banco de España, que deberán ajustarse al contenido de lo dispuesto en el art. 168 LMVSI sobre requisitos de información, obligaciones de gobierno corporativo y política de remuneraciones.

En segundo lugar, nos encontramos con ESIs medianas que, sin considerarse entidades de crédito, estén sujetas a sus requisitos prudenciales, incluyendo aquellas ESIs que tengan activos consolidados cuyo valor sea superior a 15.000 millones de euros o formen parte de un grupo que lo cumpla. Su autorización y supervisión corresponde a la CNMV, si bien, tal y como indica el art. 124.3 de la LMVSI, previo informe del Banco de España, podrán aplicar los requisitos prudenciales de las entidades de crédito (los de las ESIs de gran tamaño).

En tercer lugar, contamos con las ESIs medianas que tengan la consideración de entidad de crédito, según lo determine la CNMV, siempre que el valor total de los activos consolidados sea igual o superior a 5.000 millones de euros y que cumplan las condiciones que se establezcan reglamentariamente sobre su tamaño, naturaleza, escala complejidad de las actividades y riesgo sistémico de la empresa.

Finalmente, el grueso de las ESIs, aquellas de menor tamaño, es decir, las que no entren en los criterios ya señalados, se supervisarán por la CNMV y quedarán bajo la regulación prudencial de la LMVSI y la que reglamentariamente se desarrolle, según el art. 172 de la LMVSI.

En otro orden de cosas, la trasposición de la Directiva *Quick Fix* a través de la LMVSI también ha afectado al régimen de las ESIs. En este caso se han reducido las obligaciones de documentación e información que fueran redundantes, entendiéndose por aquellas que no mejorara la protección de los clientes, especialmente de aquellos de carácter profesional (en especial, en los arts. 200 y ss. de la LMVSI).

Por otro lado, continuando con el objetivo de dar garantía a los clientes de las ESIs, la LMVSI regula un régimen para las ESIs de ámbito nacional (a lo largo del Título V de la norma). Entre las diferentes clases de ESIs podemos identificar a las empresas de asesoramiento financiero (EAF), que en virtud de la nueva redacción del art. 128.1.d) de la LMVSI solo podrán ser personas jurídicas. En este grupo destaca la creación de las nuevas EAFN (empresas de asesoramiento financiero nacional) y su propio registro (en virtud del art. 128.5.a de la LMVSI). Las EAFN serán personas físicas o jurídicas, distintas de las entidades de crédito, sometidas a los mismos criterios y régimen sancionados que las EAF, pero con menores requisitos de capital inicial y limitadas a actuar en el ámbito nacional. Corresponderá a la CNMV, en el plazo de 9 meses

desde la entrada en vigor de la norma, tramitar las solicitudes de la baja de las actuales EAF y su inclusión en el registro de la nueva categoría (en virtud de la Disp. Transit. quinta de la LMVSI). Asimismo, las EAFN deberán, en el plazo de tres meses de la publicación del correspondiente Reglamento de desarrollo, adherirse al Fondo de Garantía de Inversión (FOGAIN) mediante un sistema de aportaciones proporcional y adaptado a su nivel de riesgo (tal y como se regula en la Disp. Transit. sexta y los arts. 187 a 190 de la LMVSI).

Volviendo al tema de los criptoactivos y las finanzas digitalizadas, como hemos expuesto anteriormente, las ESIs también deberán ajustarse al nuevo régimen de resiliencia operativa digital que se transpone de la Directiva (UE) 2022/2556, en este caso complementando al Reglamento DORA. Se busca garantizar que todos los participantes del sistema financiero cuenten con las salvaguardias necesarias para paliar ciberataques y otros riesgos. Particularmente, se establecen las normas fundamentales para regular la gestión de riesgo de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC), la notificación de incidentes, las pruebas y la supervisión.

4. LA RESOLUCIÓN ALTERNATIVA DE LITIGIOS

En cuanto a la protección de los inversores, destaca que una de las mayores dificultades que encuentran los inversores es el coste que supone para ellos reclamar sus derechos por la vía judicial. En este sentido, una de las medidas que el legislador ha adoptado está en proceso de tramitación y es la creación de la futura Autoridad Administrativa Independiente de Defensa del Cliente Financiero para la resolución extrajudicial de conflictos entre las entidades financieras y sus clientes⁵². Sin embargo, hasta su creación, la LMVSI, en su Disp. Adic. primera establece que serán los servicios de reclamaciones de la CNMV y del Banco de España los que actuarán como entidades de resolución alternativa de litigios en el ámbito de los mercados de valores y del sector bancario.

52. La creación de esta entidad es fruto del desarrollo de la Disp. Adic. primera de la Ley 7/2017, de 2 de noviembre, por la que se incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva 2013/11/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativa a la resolución alternativa de litigios en materia de consumo. Puede consultarse el Proyecto de Ley por la que se crea la Autoridad Administrativa Independiente de Defensa del Cliente Financiero para la resolución extrajudicial de conflictos entre las entidades financieras y sus clientes, en el Boletín Oficial de las Cortes Generales – Congreso de los Diputados, de 16 de diciembre de 2022, https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-134-1.PDF (consultada el 15 de mayo de 2023). Para más información sobre esta futura institución, v. BELANDO GARÍN, B., «Un acercamiento a la futura autoridad administrativa independiente de defensa del cliente financiero», *Revista General de Derecho de los Sectores Regulados*: RSR, núm. 11, 2023, pp. 185-192.

IV. ASPECTOS TRANSVERSALES

1. EL RÉGIMEN SANCIONADOR

Más allá de los aspectos del régimen sancionador que hemos ido describiendo sobre algunas de las cuestiones novedosas, como el relativo al Reglamento (UE) 2019/2033 sobre los requisitos prudenciales de las ESI, al Reglamento MiCA o al Reglamento DORA, el régimen general introduce algunas novedades. Destaca que se ha reorganizado en un único artículo las infracciones y sanciones, en todos sus grados, identificando cada tipo de conducta y su clasificación según el Reglamento que proceden. Asimismo, cabe señalar que el plazo de prescripción de las infracciones graves (art. 311 LMVSI) se reduce de cinco a cuatro años. Finalmente, no queremos dejar de recordar que entre las propuestas reglamentarias relativas a la LMVSI se encuentra un Reglamento que desarrollará las potestades y facultades administrativas de la CNMV, incluidas las relativas al régimen sancionador.

2. ASPECTOS INSTITUCIONALES DE LA CNMV

En cuanto al régimen jurídico de la propia CNMV, una de las novedades presentes en la LMVSI es su art. 17. En este se indica que el ejercicio de las funciones de la CNMV se realizará con autonomía orgánica y funcional, así como de forma independiente respecto a otras instituciones del Estado o cualquier otra entidad pública o privada. Entidades que no deberán tratar de dar instrucciones o ejercer presión sobre la institución, su Consejo o su personal. Esa independencia frente al resto de organismos públicos es también el motivo para suprimir el recurso de alzada ante el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (anteriormente Ministerio de Economía y Competitividad) frente ciertas resoluciones de la CNMV (tal y como se recogía en los arts. 22, 273 y 311 del LMV contenido que no se refleja en el art. 23 de la LMVSI).

Respecto a la organización de la CNMV, entre sus cambios, podemos señalar que la LMVSI amplía a seis años, sin posibilidad de reelección, el mandato del presidente, vicepresidente y los consejeros de la misma (en virtud de su art. 28 y su Disp. Transit. segunda). Además, se añade en el ap. 4 de los arts. 24 y 31 de la LMVSI que la composición del Consejo y del Comité Consultivo, respectivamente, seguirán el principio de presencia equilibrada de mujeres y hombres, salvo que se fundamente.

3. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Finalmente, indicar que en virtud de la Disp. Final cuarta se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva con el objetivo de mejorar la competitividad del sector, transponer Directivas europeas y adaptarse a la normativa europea. Por señalar sucintamente

algunas de las novedades, se elimina la definición del contenido mínimo del Documento de Datos Fundamentales para el Inversor, se elimina la obligación de proporcionar el informe trimestral a los partícipes y los accionistas de los fondos y sociedades de inversión, y se modifica el régimen de intervención pública en la disolución de una sociedad de inversión, de una sociedad gestora o de una entidad depositaria.

V. CONCLUSIONES

Tras revisar las novedades de la LMVSI podemos afirmar que, de forma general, se trata de una norma positiva para los mercados de valores españoles (en plural en el título por primera vez). De nuevo, siguiendo el camino iniciado con la Ley del Mercado de Valores de 1988 y posteriormente con el LMV de 2015, se regula conjuntamente el régimen general de los mercados de valores y el de las ESIs. Varias de las cuestiones se simplifican, por un lado para mejorar la competitividad de nuestros mercados (en especial el de renta fija y BME Growth), pero también para evitar futuras modificaciones, dejando los detalles para los futuros desarrollos reglamentarios. Destaca asimismo la inclusión de la adaptación a la normativa europea en materia de finanzas digitalizadas y la sistematización en el régimen de inspección y sanción, en el que se incluyen disposiciones concretas para los diferentes Reglamentos.

No obstante lo anterior, no podemos obviar algunos aspectos menos favorables de la LMVSI. En el aspecto formal, destaca que la simplificación en la mayoría de las cuestiones ha sido escasa o nula, ya que el contenido y la extensión no difiere demasiado del LMV. También se debe señalar que no se ha incluido la referencia completa a la Directiva (UE) 2022/2556, sino una mera referencia genérica a la misma, cuando esta disposición ya estaba aprobada en el momento de la promulgación de la LMVSI, y cuando sí se hace referencia al Reglamento DORA publicado el mismo día que la citada Directiva. Asimismo, en algunas disposiciones que se modifican de otras normas no se ha tenido en cuenta la redacción vigente y se recuperan aspectos eliminados o modificados. Este es el caso del citado art. 23 de la LSC en el que se vuelve a incorporar la referencia al capital de las sociedades de responsabilidad limitada en régimen de formación sucesiva. También existen referencias a disposiciones inexistentes, como la de la Disp. Derog. única al ap. 5 que no contiene la Disp. Final decimoquinta.

En cuanto al contenido, sin enumerar todas las cuestiones que consideramos podrían haberse regulado de otra forma, queremos destacar la limitación de la representación de los valores mobiliarios en DLT al contexto del Régimen Piloto DLT. Si bien en el proyecto de ley se incluyó, con carácter general, la posibilidad de representar los valores mobiliarios tanto por títulos, anotaciones en cuenta o por sistemas DLT, en el Senado se incluyó una enmienda en el art. 6 de la LMVSI en el sentido indicado.

Consideramos que se ha perdido una valiosa oportunidad de adaptar nuestro ordenamiento a la evolución de los mercados financieros.

Asimismo, queremos resaltar que, si bien la LMVSI ha querido anticiparse, incluso ha incluido las referencias al Reglamento MiCA aún no publicado (y no aprobado en el momento de la promulgación de la LMVSI), alguna cuestión ha podido llegar algo tarde, como es el régimen de las SPACs, el cual se aprueba cuando parece que el mercado ha perdido algo de entusiasmo sobre estas. También nos genera algunas dudas los efectos reales sobre el fomento de los mercados de valores que tendrán algunas simplificaciones de los procedimientos. Este puede ser el caso de las emisiones de renta fija, cuando en los casos que deban publicar folleto, este continuará siendo verificado por la CNMV con el tiempo que esto supone.

Con todo, y a la espera de la publicación de los Reglamentos de desarrollo para tener la imagen completa, nuestras impresiones sobre la LMVSI son mayoritariamente positivas y esperamos que, en próximas modificaciones, que seguro llegarán como la propia norma anticipa por la evolución de la normativa europea, se mejoren los aspectos reseñados.

VI. BIBLIOGRAFÍA

ALCALÁ DÍAZ, M. Á., «Las SPAC: la alternativa de financiación a través del mercado», en R. CAÑABATE POZO, R. FREIRE COSTAS, E. GARCÍA RUÍZ, A. MUÑOZ GARCÍA, F. SACRISTÁN BERGIA y C. VARGAS VASSEROT (COORD.): *Derecho de Sociedades, Concursal y de los Mercados Financieros: libro homenaje al profesor Adolfo Sequeira Martín*, Sepin, 2022, pp. 767-780.

BELANDO GARÍN, B., «Un acercamiento a la futura autoridad administrativa independiente de defensa del cliente financiero», *Revista General de Derecho de los Sectores Regulados: RSR*, núm. 11, 2023, pp. 185-192.

BME, *Mercado de Renta Fija. Informe anual 2022, 2023*, <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/docsSubidos/Listing/Informe-Anual-Renta-Fija.pdf> (consultada el 15 de mayo de 2023).

COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones sobre una Estrategia de Finanzas Digitales para la UE (COM/2020/591 final)*, 24 de septiembre de 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0591> (consultada el 15 de mayo de 2023).

CNMV, *La CNMV adopta las Directrices para solicitar permiso para operar una infraestructura de mercado basada en la tecnología de registro descentralizado (DLT/TRD)*, 10 de marzo de 2023, <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7Bf3054aea-e3d8-456a-8fc8-0c511ec2e806%7D> (consultada el 15 de mayo de 2023).

- CNMV, *Preguntas y respuestas sobre ofertas públicas de adquisición de valores (opas)*, 10 de febrero de 2022, https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAs_OPAs.pdf (consultada el 15 de mayo de 2023).
- CNMV; BANCO DE ESPAÑA, *Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre el riesgo de las criptomonedas como inversión*, 9 de febrero de 2021, <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7Be14ce903-5161-4316-a480-eb1916b85084%7D> (consultada el 15 de mayo de 2023).
- CUATRECASAS, *Nueva «ley marco» de los Mercados de Valores y los Servicios de Inversión*, 22 de marzo de 2023, <https://www.cuatrecasas.com/resources/legal-flash-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores-y-servicios-de-inversion-641b3d6ca0f21535008221.pdf?v1.54.0.2.20230519> (consultada el 15 de mayo de 2023).
- ESMA, *Directrices sobre formularios, formatos y plantillas estándar para solicitar permiso para operar una infraestructura de mercado basada en TRD (ESMA70-460-213)*, 08 de marzo de 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA70-460-213_DLTR_GLS_on_application_standard_forms_formats_templates_ES.pdf (consultada el 15 de mayo de 2023).
- ESMA; EBA; EIOPA, *EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets (ESA 2022 15)*, 17 de marzo de 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esa_2022_15_joint_esas_warning_on_crypto-assets.pdf (consultada el 15 de mayo de 2023).
- FERNÁNDEZ TORRES, I., «SPAC: ¿es oro todo lo que reluce?», en R. CAÑABATE POZO, R. FREIRE COSTAS, E. GARCÍA RUÍZ, A. MUÑOZ GARCÍA, F. SACRISTÁN BERGIA y C. VARGAS VASSEROT (COORD.): *Derecho de Sociedades, Concursal y de los Mercados Financieros: libro homenaje al profesor Adolfo Sequeira Martín*, Sepin, 2022, pp. 815-830.
- HERRERO MORANT, R., «Evolución y normativa de los criptoactivos durante la pandemia de la COVID-19: el régimen jurídico de la publicidad sobre criptoactivos», en M. J. GUERRERO LEBRÓN y L. ALVARADO HERRERA (DIRS.): *El derecho mercantil y la pandemia: algunos problemas del pasado, la crisis coyuntural y las perspectivas futuras – Homenaje a Agustín Madrid Parra*, Colex, 2023, pp. 929-946.
- LLOPIS BLANQUE, A., «La incidencia de las tecnologías de registro distribuido y criptoactivos y su normativa de desarrollo sobre los sistemas multilaterales de negociación y los inversores minoristas», *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, núm. 5, 2023.
- MADRID PARRA, A., «Del valor anotado al “tokenizado”», *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, núm. 3, 2022.
- PALÁ LAGUNA, R., «El régimen de las empresas de servicios de inversión en la nueva Ley de los Mercados de Valores», *Análisis GA&P*, núm. Abril,

- 2023, <https://www.ga-p.com/publicaciones/el-regimen-de-las-empresas-de-servicios-de-inversion-en-la-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores/> (consultada el 15 de mayo de 2023).
- «La comisión bursátil ya no es legalmente una comisión de garantía», *Publicaciones GA&P*, 2023, <https://www.ga-p.com/publicaciones/la-comision-bursatil-ya-no-es-legalmente-una-comision-de-garantia/> (consultada el 15 de mayo de 2023).
 - «La nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión», *Análisis GA&P*, núm. Marzo, 2023, <https://www.ga-p.com/publicaciones/la-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores-y-de-los-servicios-de-inversion/> (consultada el 15 de mayo de 2023).
 - «Las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital por la nueva Ley de los Mercados de Valores», *Análisis GA&P*, núm. Marzo, 2023, <https://www.ga-p.com/publicaciones/las-modificaciones-de-la-ley-de-sociedades-de-capital-por-la-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores/> (consultada el 15 de mayo de 2023).
- PALÁ LAGUNA, R.; y CUERVO ARANGO, C., «Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa», en *Anuario de Capital Riesgo 2014*, 2015, pp. 83-113.
- PASTOR SEMPERE, M. del C., *Economía digital sostenible*, Thomson Reuters Aranzadi, 2020.
- POMBO NARTALLO, V., «“Finfluencers”: entre la educación financiera y la vigilancia de los reguladores», *BBVA-Innovación*, 2021, www.bbva.com/es/finfluencers-entre-la-educacion-financiera-y-la-vigilancia-de-los-reguladores/ (consultada el 15 de mayo de 2023).
- PULGAR EZQUERRA, J., «Refinanciaciones de deuda, emprendedores y segunda oportunidad», *Diario la Ley*, núm. 8141, 2013.
- TAPIA HERMIDA, A. J., «La nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión: aprobación del Proyecto de Ley por los Plenos del Congreso y del Senado (1/2): Aspectos generales y ejes cardinales de la nueva LMVSI», *Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 2023, <http://ajtapia.com/2023/03/la-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores-y-de-los-servicios-de-inversion-aprobacion-del-proyecto-de-ley-por-los-plenos-del-congreso-y-del-senado-1-aspectos-generales-y-ejes-cardinales-de-la-nueva-l/> (consultada el 15 de mayo de 2023).
- «La nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión: aprobación del Proyecto de Ley por los Plenos del Congreso y del Senado (2/2): Aspectos generales y ejes cardinales de la nueva LMVSI», *Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 2023, <http://ajtapia.com/2023/03/la-nueva-ley-de-los-mercados-de-valores-y-de-los-servicios-de-inversion-aprobacion->

del-proyecto-de-ley-por-los-plenos-del-congreso-y-del-senado-2-aspectos-generales-y-ejes-cardinales/ (consultada el 15 de mayo de 2023).
URÍA MENÉNDEZ, *Proyecto de Reforma de la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*, 12 de septiembre de 2022, en <https://www.uria.com/es/publicaciones/newsletter/1570-mercado-capitales> (consultada el 15 de mayo de 2023).