



Documento de conclusiones sobre el desarrollo y los resultados de las pruebas del proyecto “MARKETPLACE” presentado por el promotor BME

DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA ESTRATÉGICA Y ASUNTOS INTERNACIONALES
28 de marzo de 2023

1. ANTECEDENTES

La Ley 7/2020, de 13 de noviembre, para la transformación digital del sistema financiero (en adelante, “**Ley 7/2020**”) regula un entorno controlado de pruebas que permite llevar a la práctica proyectos tecnológicos de innovación en el sistema financiero. Con fecha 23 de febrero de 2021, Sociedad de Bolsas, S.A. (en adelante, “el **Promotor**” o “**BME**”) presentó una solicitud para acceder al espacio controlado de pruebas (en adelante, “el **Sandbox**”) conforme a un proyecto piloto, “**MARKETPLACE**” o el “**Proyecto**”.

El objeto de este Proyecto ha sido la creación de una plataforma que facilite a las pequeñas y medianas empresas captar financiación a través de la emisión y colocación de préstamos participativos, emitidos y representados mediante criptoactivos (tokens) en una plataforma o sistema privado basado en la tecnología de registros distribuidos (también conocido como “**DLT**” o “**Blockchain**”, y en adelante también referida como “**TRD**”).

Con fecha 14 de mayo de 2021 la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional publicó en su sede electrónica la lista de proyectos que recibieron una evaluación previa favorable para acceder al entorno de pruebas. Entre los proyectos que se asignaron a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (**CNMV**) como Autoridad Supervisora encargada de su monitorización, se encontraba el referido proyecto MARKETPLACE.

Con fecha 19 de noviembre de 2021 la CNMV y el Promotor suscribieron el Protocolo de Pruebas en el que se establecían los términos y condiciones de la participación del Promotor en el espacio controlado de pruebas y, entre otras cuestiones, se detallaban las distintas pruebas que se llevarían a cabo por parte del Promotor en las distintas fases del Proyecto, así como los objetivos que se pretendían alcanzar con cada una de las pruebas.

Las pruebas previstas en el Protocolo de Pruebas se iniciaron con fecha 8 de abril de 2022 y finalizaron el 23 de junio de 2022.

Una vez finalizadas las pruebas, el Promotor remitió a la CNMV la Memoria de Resultados requerida por el apartado 1 del artículo 17 de la Ley 7/2020, con la evaluación de los resultados de las pruebas y del conjunto del Proyecto.

El apartado 3 del artículo 17 de la Ley 7/2020 establece que la Autoridad Supervisora que haya sido responsable del seguimiento de las pruebas elaborará un documento de conclusiones sobre su desarrollo y resultados. Dichas conclusiones se tendrán en cuenta a efectos de lo previsto en los artículos 25 (el Informe anual sobre transformación digital del sistema financiero elaborado por la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional) y 26 (inclusión en la Memoria anual de las autoridades supervisoras de un informe sobre la aplicación de la innovación de base tecnológica a sus funciones supervisoras). En cumplimiento de lo establecido en el citado apartado 3 del artículo

17 de la Ley 7/2020, se elabora el presente documento, en el que se recogen las conclusiones sobre el desarrollo de las pruebas y sus resultados.

2. DESCRIPCIÓN Y OBJETIVO DEL PROYECTO

2.1 Descripción

BME propone la creación de una plataforma que ofrezca seguridad para los inversores que quieran participar en emisiones de valores negociables tokenizados y que facilite a las pequeñas y medianas empresas captar financiación, a través de la emisión de tokens que representan préstamos participativos en blockchain. El “marketplace” está dirigido fundamentalmente a facilitar la financiación de sociedades de responsabilidad limitada que, además de por su tamaño, por sus limitaciones societarias, carecen en la actualidad de alternativas de financiación distintas a las bancarias. Las empresas captadoras de financiación emitirán tokens que representarían préstamos participativos para acceder a financiación.

De conformidad con lo dispuesto en los artículos 34 y 35 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (“**TRLMV**”), esta emisión y posterior colocación de los tokens representativos de los préstamos participativos entre los inversores no está sujeta a la obligación de publicar folleto, pero requerirá de la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión (ESI) a los efectos de validar y supervisar el proceso de comercialización.

2.2 Objetivo

La participación en el Sandbox buscaba dar seguridad jurídica a la operativa diseñada para permitir el desarrollo del marketplace de préstamos participativos tokenizados, a la espera de la fecha de aplicación del Reglamento europeo sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro distribuido (en adelante, el “**Reglamento del Régimen Piloto TRD**”)¹ y de la correspondiente adaptación regulatoria de nuestro derecho interno. La intención es ofrecer una solución que combine una mayor agilidad y un espacio seguro para toda la cadena de valor de un proceso de emisión. Los objetivos perseguidos en las distintas pruebas se resumen a continuación:

- En primer lugar, comprobar que la tecnología seleccionada para la plataforma y que las funcionalidades diseñadas permiten ofrecer con seguridad jurídica un mercado primario de emisión de préstamos participativos tokenizados en la que se realizaría el registro de los activos, su adquisición por los inversores y su custodia.
- En segundo lugar, valorar las posibles alternativas para que los inversores puedan intercambiar, vender o adquirir tokens entre sí, con la validación de una ESI, así como cuál es la mejor forma para liquidar las transacciones.
- Finalmente, analizar el ciclo de vida del préstamo y sus respectivos hitos relevantes, así como valorar el cumplimiento de los requisitos mercantiles en este tipo de emisiones.

¹ 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. Este Reglamento será de aplicación a partir del 23 de marzo de 2023.

3. DESARROLLO Y RESULTADO DE LAS PRUEBAS

3.1 Desarrollo de las pruebas

Inicialmente el Proyecto estaba estructurado en cuatro fases, siendo la última la transmisión de tokens entre inversores (Mercado Secundario). No obstante, el Promotor informó a la CNMV que había decidido no realizar las pruebas previstas en la Fase IV, esto es, la transmisión de los préstamos participativos entre los inversores, debido a las dificultades mercantiles que estaban surgiendo de este tipo de operaciones en el momento de las pruebas. En consecuencia, las pruebas se limitaron a las tres primeras fases, cuya duración y características principales han sido las siguientes:

- **Fase I: Alta del emisor, ESI e inversores**
 - En esta fase se produjo el alta del emisor, de la ESI y de los dos inversores en la plataforma. Para la realización de los pagos y abonos correspondientes a la emisión, tanto el emisor como los inversores se dieron de alta en una entidad de dinero electrónico, y se abrieron un monedero electrónico (wallet).
 - Fecha de pruebas: mayo de 2022.
 - Incidencias: No hubo incidencias destacables.

- **Fase II: Mercado Primario. Alta de la emisión y distribución de los tokens**
 - En esta fase se produjo el alta de la emisión de préstamos participativos en la plataforma y la distribución de los tokens representativos de los mismos a los inversores.

Para formalizar la emisión, el emisor suscribió un acta notarial en la que declaraba que iba a proceder a la emisión de préstamos participativos y que los prestamistas serían los que adquirieran los tokens representativos de los mismos en la plataforma Marketplace.

Posteriormente, se hizo la carga de los tokens en la plataforma, donde se llevó a cabo su adquisición (suscripción y desembolso) por parte de los dos inversores.

Finalmente, tanto el emisor como los inversores firmaron y elevaron a público un contrato de préstamo participativo.
 - Fecha de pruebas: mayo de 2022.
 - Calificación notarial del negocio jurídico: el Notario que intervino la operación de emisión la calificó como contratos de préstamos participativos ordinarios y no como una emisión de valores negociables atípicos (de carácter híbrido entre deuda y capital y con las características de los préstamos participativos).

- **Fase III: Gestión de eventos corporativos. Pago de intereses y amortización del principal y de la emisión.**
 - En esta fase se produjo el primer pago de los intereses y del principal a los inversores y, por ende, la amortización de la emisión.

El segundo pago de intereses no se ejecutó, ya que el promotor decidió que la emisión durara un solo mes y no dos, como en un principio se había previsto.
 - Fecha de pruebas: junio de 2022.

3.2. Valoración de la autoridad supervisora del desarrollo de las pruebas

Las pruebas se han desarrollado con normalidad y no se han producido incidencias técnicas ni operativas relevantes. Durante el periodo de pruebas, el Promotor ha ido informando a la CNMV puntualmente del comienzo y finalización de cada una de las fases del Proyecto, así como del detalle de las pruebas realizadas, informando asimismo de los problemas acaecidos y de las soluciones alcanzadas. La comunicación con el Promotor ha sido fluida y se han resuelto de forma adecuada todas las discrepancias que han surgido.

Resulta relevante destacar que el Notario que ha intervenido la operación de emisión de préstamos participativos representados en blockchain ha calificado la misma como contratos de préstamos participativos ordinarios, y no como valores negociables de carácter atípico y naturaleza híbrida de deuda y capital, y con las características de los préstamos participativos, tal y como se había estipulado en el Protocolo del Proyecto. Es por ello por lo que los contratos de préstamos participativos suscritos en las pruebas realizadas entre el Promotor y los inversores se han regido por el régimen jurídico de formalización, efectos y transmisión de derechos de crédito del Código Civil (artículos 1.218 y siguientes y 1.526, entre otros), y no por el régimen jurídico de constitución y transmisión de los valores negociables (Ley de Sociedades de Capital y TRLMV). Esta circunstancia ha llevado a que el Promotor renunciara a la Fase IV de las pruebas programadas (mercado secundario) dado que los requisitos legales exigibles a este tipo de contratos conforme al Código Civil encuentran mal encaje en el Marketplace objeto del Proyecto.

4. CONCLUSIONES

4.1. Conclusiones del Promotor

Tras el desarrollo de las pruebas, el Promotor ha realizado las siguientes consideraciones:

- Para facilitar el cumplimiento normativo (mejora u homogeneización de procesos u otros instrumentos) es necesario que se aporten criterios para discernir la naturaleza jurídica de los tokens. En este sentido, el promotor celebra la reciente aprobación del Reglamento del Régimen Piloto TRD. Igualmente, considera fundamental la aprobación en los próximos meses del Reglamento europeo de mercados de criptoactivos (conocido por MiCA, sus siglas en inglés), así como los futuros actos delegados o guías que ESMA deberá publicar para ayudar a discernir las características de los criptoactivos que tengan consideración de instrumento financiero frente a los que no lo tengan.
- Para que la plataforma desarrollada en el Sandbox pueda ofrecer beneficios reales para los usuarios de servicios financieros resulta fundamental solicitar y contar con las exenciones dispuestas en el Reglamento del Régimen Piloto TRD, dado que permitiría alcanzar un modelo de negocio más atractivo gracias al desarrollo de funcionalidades de operativa multilateral operadas a través de infraestructuras supervisadas.
- Resulta igualmente necesario encontrar una solución alternativa para la gestión de los fondos de efectivo de los usuarios. Esta solución podría pasar por las soluciones ofertadas actualmente por diversos proveedores de servicios de dinero electrónico o a través de la infraestructura TIPS del BCE², o bien, a través del uso de monedas estables (stablecoin) o e-money token, para lo que la aprobación de MiCA será clave.
- En cuanto a los posibles aumentos de la eficiencia, la existencia de una herramienta como Marketplace puede favorecer la homogeneización de modelos, documentos y procedimientos que hagan de este tipo de emisiones una vía más ágil que aquellas que

² Pagos instantáneos del Banco Central Europeo (TARGET Instant Payment Settlement)

utilicen otro tipo de soluciones en blockchain, tales como emisiones en redes públicas, que no cuentan con un licenciatario de una herramienta como Marketplace que pueda dar el soporte a los emisores y las entidades involucradas.

- Asimismo, se considera que la tecnología blockchain puede mejorar el cumplimiento regulatorio y el ejercicio de la supervisión financiera, y para ello es esencial que los supervisores puedan participar de forma más directa en estos procesos.
- En cuanto a la posibilidad de aumentar la competencia de España como país al acoger una solución de esta naturaleza, aportando seguridad jurídica en este sector, cabe destacar que el uso de esta herramienta puede favorecer el acercamiento a las emisiones de tokens a nuevos perfiles de emisores e inversores que, con independencia de su dominio de la tecnología, puedan fomentar la financiación, así como la posibilidad de aumentar la diversificación de inversión y liquidez para inversores.
- Finalmente, destaca el hecho de que el Promotor considera que el modelo probado en el Sandbox no ha cumplido en su totalidad con los objetivos perseguidos, dada la falta de reconocimiento en el ordenamiento jurídico español de los valores negociables emitidos y representados empleando la tecnología de registros distribuidos y, por tanto, la falta de seguridad jurídica para realizar operaciones como las programadas y diseñadas en el Proyecto del Promotor que accedió al Sandbox.

4.2. Conclusiones de la autoridad supervisora

La falta de un reconocimiento expreso de la representación de valores negociables mediante la tecnología de registros distribuidos en nuestro ordenamiento jurídico en el momento de la realización de las pruebas, y la interpretación del notario respecto a que un préstamo participativo, aun cuando se tokenice, no puede instrumentarse como un valor que represente deuda, ha llevado a que:

- (a) La emisión de préstamos participativos representados mediante tokens emitidos en una red o sistema de registros distribuidos no haya sido calificada por el Notario interviniente en la operación como emisión de valores negociables.
- (b) Dado lo anterior, no se ha podido proceder a la transmisión de los préstamos participativos representados mediante tokens entre inversores en el Marketplace, ya que hubiese requerido el cumplimiento de los requisitos necesarios para la cesión o transmisión de derechos de crédito establecidos en el Código Civil.

Por otro lado, la reducción del número de participantes en las pruebas (una emisión y una ESI) y el reducido periodo de vida de la emisión han limitado el alcance de las pruebas.

Estatus jurídico de la representación de los valores negociables en España.

En el momento de la realización de las pruebas, la normativa española contemplaba dos formas de representación de valores negociables, títulos y anotaciones en cuenta; la normativa europea por su parte disponía que los valores negociados en centros de negociación se representarían mediante anotaciones en cuenta.

El 2 de junio de 2022 se publicó en el D.O.U.E. el citado Reglamento del Régimen Piloto TRD, que es aplicable a partir del 23 de marzo de 2023. El Reglamento establece un régimen regulatorio para la autorización y operación de las infraestructuras de mercado basadas en la TRD en las que se podrán bien negociar, bien liquidar, bien negociar y liquidar instrumentos financieros emitidos mediante TRD.

Asimismo, este Reglamento incluye una modificación de la definición de instrumento financiero contenida en la Directiva MiFID II, al reconocer expresamente a la tecnología de registro distribuido como una válida forma de emisión y representación de los instrumentos financieros, dando prevalencia a la naturaleza y esencia del instrumento frente a la forma, en aplicación del principio de neutralidad tecnológica. El Reglamento otorga a los Estados miembros un plazo de 9 meses para que lleven a cabo las modificaciones normativas necesarias para la efectiva aplicación de la anterior modificación.

En relación con lo anterior, el 18 de marzo se publicó en el Boletín Oficial del Estado la **Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión**, la cual entrará en vigor a los veinte días de su publicación. Entre otras importantes novedades, esta Ley incluye los sistemas basados en la tecnología de registros distribuidos como una forma válida de representación de los instrumentos financieros y, por tanto, de los valores negociables, lo que otorgará seguridad jurídica a las emisiones de instrumentos financieros realizados a través de esta tecnología.

5. PRÓXIMOS PASOS.

5.1. Próximos pasos del Promotor

Como propuesta de salida del Sandbox, el Promotor solicita que se identifique y publique una taxonomía de los criptoactivos, dado que es una cuestión crítica para determinar el marco normativo de cualquier emisión de tokens, así como de cualquier nuevo proyecto a desarrollar por parte del promotor.

Asimismo, el Promotor expone que todas las cuestiones analizadas en las pruebas realizadas llevan a la conclusión de que una iniciativa como Marketplace debería ser evolucionada en un marco como el previsto por el Reglamento del Régimen Piloto TRD para que, realmente, pueda desplegar todo su potencial y consiga sus objetivos.

5.2. Próximos pasos de la Autoridad Supervisora.

A partir de la entrada en vigor de la nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, la forma de representación de los valores negociables en sistemas basados en TRD tiene un reconocimiento jurídico en España y constituirá una forma alternativa de representación a los títulos y a las anotaciones en cuenta, lo que otorgará seguridad jurídica a emisiones de valores negociables, como la de préstamos participativos tokenizados. No obstante, es preciso aclarar, preferiblemente de forma coordinada con otros supervisores europeos en el marco de ESMA, el ámbito objetivo del Reglamento del Régimen Piloto TRD para delimitar qué tipo de valores negociables pueden acceder a las Infraestructuras de Mercado basadas en la TRD que se creen al amparo del citado Reglamento. Ello es necesario para aclarar si las emisiones de préstamos participativos tokenizados, entre otros tipos de valores no participativos (deuda), pueden considerarse incluidos dentro del apartado 1b) del artículo 3 del Reglamento y, por tanto, pueden acceder a este tipo de infraestructuras de mercado. Asimismo, será preciso aclarar si son considerados como instrumentos financieros complejos y, por tanto, no aptos para su comercialización a inversores no cualificados.

Finalmente, y sin perjuicio de lo anterior, es preciso indicar que, de conformidad con el Reglamento, este se revisará dentro de tres años, por lo que no es descartable que, dependiendo de la experiencia hasta ese momento de la aplicación del Reglamento, así como de la demanda por parte del mercado y de los países miembros de la Unión, se pudieran incluir nuevos tipos de instrumentos financieros en el ámbito objetivo del Reglamento.