



## VI Edición del Foro Blockchain & activos digitales

MONTSERRAT MARTÍNEZ PARERA, VICEPRESIDENTA DE LA CNMV

7 de noviembre de 2023

Gracias Nacho Cardero y a El Confidencial por la invitación. Es un placer estar aquí de nuevo, en estas jornadas, que ganan en peso y relevancia. Voy a ser muy breve, pues la agenda de hoy por delante es realmente extensa.

Estamos inmersos en un intenso proceso de innovación digital que nos aproxima al borde de lo que algunos denominan ya la cuarta revolución industrial. Un cambio disruptivo, que sin duda nos ayudará a hacer frente a los retos económicos, medioambientales y sociales que tenemos por delante.

El avance de la inteligencia artificial (IA) en los últimos años, gracias al aprendizaje profundo y a los modelos generativos más recientes, es quizás la innovación más disruptiva, dada su transversalidad –con repercusiones en todos los sectores económicos- y su poder transformador, que muchos equiparan con la adopción de la electricidad en la segunda revolución industrial.

En los mercados de valores hace años que se están aplicando técnicas de IA, pero los desarrollos recientes, apoyados en el uso masivo de datos y las nuevas capacidades computacionales, cambiarán sin duda la dinámica de los mercados de forma significativa. La cuestión es que aún no conocemos bien los efectos, sesgos e implicaciones de estas innovaciones, ya sea en términos, por ejemplo, de formación de precios, integridad de los mercados o aparición de nuevos riesgos.

Como supervisor, tenemos la obligación, por una parte, de facilitar la innovación y el uso de las nuevas tecnologías. Y lo hacemos además siendo tecnológicamente neutrales, esto es, sin preferencias a priori por tecnologías concretas. Pero, por otra, tenemos la obligación de prestar atención a los nuevos riesgos se generan, cómo cambian las dinámicas de los agentes y, a partir de ahí, valorar cuál puede ser la respuesta más adecuada para hacer frente a estos riesgos.

Es decir, lo que perseguimos es promover la innovación, manteniendo la confianza en la eficacia de las reglas del juego en los mercados. Como la historia nos ha enseñado, sin normas, sin regulación, la innovación y la tecnología pueden tener también efectos indeseados que debemos corregir.

En la CNMV llevamos años siendo proactivos para entender y comprender el nuevo entorno emprendedor<sup>1</sup>. Desde 2016, tenemos un hub de innovación, el portal *fintech*, a través del cual hemos ayudado a más de cuatrocientos proyectos. Y, en 2020, pusimos en marcha el *sandbox*, el espacio de pruebas con el Banco de España y el Ministerio, que nos permite testar proyectos concretos en un espacio seguro. En tres años habremos firmado once protocolos de pruebas<sup>2</sup> y la valoración general es muy positiva. El *sandbox* no es una incubadora o aceleradora de proyectos, no es este nuestro papel, sino un espacio para analizar de forma práctica las implicaciones regulatorias del proyecto y detectar áreas de mejora.

Con este enfoque, en los próximos minutos quiero profundizar en la regulación de dos desarrollos tecnológicos de interés: la tecnología de registros distribuidos (DLT por sus siglas en inglés), y los critpoactivos.

### **Tecnología de registros distribuidos**

En DLT se están produciendo avances notables. La nueva Ley del Mercado de Valores ya permite la representación de los instrumentos financieros mediante DLT. Esto es, los valores negociables como las acciones o los bonos se pueden representar ya usando esta tecnología, además de las tradicionales de títulos o anotaciones en cuenta. Con ello la transmisión de valores en sistemas DLT tiene efectos de transmisión legítima, es decir, tiene las garantías jurídicas necesarias para constituir una transmisión de instrumentos financieros. El registro de la emisión se lleva directamente en la *blockchain*.

Dicho esto, es necesario dotarlo de unas garantías adicionales. Así, las emisiones representadas en DLT deberán contar con una entidad responsable de gestionar el sistema, una empresa de servicio e inversión o un banco, que preste el servicio de custodia. Es un uso garantista de esta tecnología, que lejos del modelo descentralizado de las criptomonedas, como el *bitcoin*, resulta centralizado en entidades supervisadas.

Ahora bien, más allá del mero registro, donde el DLT puede aportar un gran valor es en la negociación. El uso de los conocidos como *smart contracts* hacen que la ejecución y liquidación de las órdenes sea inmediata, de forma instantánea, con los beneficios y ahorros en garantías que ello supone. Se produce así, en la práctica, cierta desintermediación de la operativa. Además, se automatizan procesos y contingencias; y tiene potencial también para atraer nuevos inversores.

Ahora no existen plataformas de negociación con esta tecnología reguladas. Para que ello sea una realidad, el pasado mes de marzo entró en aplicación un Reglamento

---

<sup>1</sup> [CNMV - Innovación financiera](#)

<sup>2</sup> Tres protocolos están previstos que se formalicen durante las dos primeras semanas de noviembre.

europeo que crea un régimen piloto específico, que engloba todo el proceso de negociación y liquidación en DLT.

No voy a entrar a explicar los detalles del Reglamento piloto. Las solicitudes para desarrollar plataformas DLT bajo este régimen de pruebas podrán empezar a presentarse el próximo año.

Pero sí quiero señalar que el espacio del *sandbox*, al que he hecho referencia antes, está siendo muy útil para probar proyectos que previsiblemente aplicarán a este régimen piloto. En la CNMV llevamos trabajando intensamente desde hace más de un año en entender bien estas infraestructuras, pues los modelos de negocio son muy diversos. De hecho, actualmente tenemos seis proyectos en el *sandbox* para operar infraestructuras de mercado bajo este régimen piloto de DLT, cada uno con sus particularidades. Uno con una *blockchain* privada, con acceso a través de intermediarios y especializada en participaciones en UCITs. Los demás utilizarían redes públicas, permitidas o no, con distintas particularidades de acceso.

Aún hay muchas cuestiones que dilucidar, pero no cabe duda de que tenemos por delante unos años interesantes para valorar la eficiencia y utilidad de la tecnología DLT en los mercados. El calendario del régimen piloto es largo, pues hablamos de años, con revisiones intermedias y posibilidad de extensión. Pero es necesario. Si los proyectos prosperan y hay interés, tocará entonces abordar otros retos como la interconexión de estas plataformas. Nos queda aún mucho camino por recorrer, pero vamos en la dirección adecuada.

## **Criptoactivos y MiCA**

El segundo ámbito que quiero comentar se refiere al mundo de los criptoactivos. Hace ya cuatro meses que se ha aprobado el Reglamento MiCA, la regulación europea para la emisión de los criptoactivos y las actividades de los proveedores de servicios sobre criptoactivos. Pero aquí proceden tres cautelas importantes.

La primera es que aún falta más de un año para que MiCA esté en aplicación y la inversión en criptoactivos sigue sin estar regulada como tal, pues MiCA no será de aplicación hasta el 31 de diciembre de 2024.

Hasta entonces, la única regulación que existe, más allá del registro del Banco de España, es el control de los anuncios y las campañas publicitarias sobre criptoactivos que hacemos en la CNMV cuando los criptoactivos se ofrecen como objeto de inversión. Me refiero a la Circular 1/2022 de la CNMV, pionera en este ámbito<sup>3</sup>, que exige que se incluyan advertencias en los anuncios que recuerden que se puede perder todo lo invertido y puede no ser apto para inversores minoristas. Esto es, que

---

<sup>3</sup> Circular 1/2022, de 10 de enero, de la CNMV, relativa a la publicidad de criptoactivos presentados como objeto de inversión. Habilitada por el artículo 240 bis del TRLMV, actual artículo 247 de la Ley de los Mercados de Valores y Sistemas de Inversión.

es un producto de alto riesgo, sin mecanismos de protección al inversor. Así lo venimos advirtiendo desde 2018. Ha transcurrido más de año y medio desde la aprobación de esta circular y en general creo que estamos consiguiendo los objetivos perseguidos. Hemos revisado más de 1300 piezas publicitarias y enviado casi 200 requerimientos de información. Mantenemos, por tanto, una supervisión activa.

La segunda cautela que quiero puntualizar es que incluso cuando MICA sea de aplicación, esto es, el 1 de enero de 2025, existirá después un periodo transitorio adicional, de hasta 18 meses, hasta julio de 2026, durante el cual se podrá seguir operando sin autorización.

Esto puede ser realmente confuso para el inversor. Durante este periodo transitorio podremos encontrar operando, al mismo tiempo, entidades ya autorizadas bajo MICA, y que por lo tanto estarán bajo nuestra supervisión, con entidades no reguladas, que podrán seguir haciéndolo como lo hacen ahora. Por otra parte, además, los países con un régimen nacional con un régimen similar a MICA, podrán aplicar un régimen de autorización simplificado.

Desde luego, no es la situación ideal, y tendremos que articular las medidas necesarias para que los inversores sean conocedores de cuándo están utilizando un proveedor autorizado y cuando no.

En España, el Ministerio de Economía y Transformación Digital ya ha anunciado su intención de reducir este periodo transitorio a 12 meses, siguiendo la recomendación de ESMA<sup>4</sup>. Ello permitirá reducir el riesgo de confusión, a la vez que se da tiempo suficiente para gestionar adecuadamente las solicitudes de autorización que puedan llegar. Pero, será sin duda un periodo complejo.

Aprovecho para pedir a aquellos que quieran ofrecer servicios de inversión relacionados con criptoactivos que participen activamente en las consultas regulatorias, y que se preparen con antelación, iniciando con tiempo suficiente los trámites para la autorización.

Por nuestra parte, llevaremos a cabo las actuaciones necesarias para clarificar y ser transparentes con el proceso. Un proceso que, para ofrecer las máximas garantías y protección al inversor, no puede ser inmediato.

Mica no será una panacea. Las características intrínsecas de los criptoactivos como objeto de inversión siguen siendo las mismas y no tendrán las mismas garantías que las existentes con un instrumento financiero. Está por ver la demanda que pueda existir y el grado de desarrollo del sector.

---

<sup>4</sup> [ESMA encourages preparations for a smooth transition to MiCA \(europa.eu\)](#) [ESMA encourages preparations for a smooth transition to MiCA \(europa.eu\)](#)

Pero sí que será positivo dotarnos de un marco europeo homogéneo, con criterios comunes de interpretación. Me refiero, por ejemplo, a criterios para determinar la frontera entre criptoactivos que sean instrumento financiero (y, por lo tanto, valor negociable como una deuda o una acción, a los que se aplica MIFID) y los que no, a los que se podrá aplicar MICA. También la frontera con los productos que quedan fuera de MICA, como los criptoactivos no fungibles (NFTs), donde la casuística es amplia. Y criterios también para delimitar el ámbito de las finanzas descentralizadas que, en principio, quedan fuera de MICA. Actualmente se estima que hay bloqueados en protocolos DEFI<sup>5</sup> unos 40.000 millones de dólares, cifra alejada de los máximos de hace unos años, pero algunos de estos protocolos podrán no caer en la calificación de completamente descentralizados. Criterios que se están ahora definiendo.

### **Reflexiones finales**

Termino. Estoy convencida de que tenemos por delante un futuro apasionante en términos de innovación digital. El potencial de mucho de las nuevas tecnologías, como DLT, está aún por concretar y aún no conocemos las implicaciones y efectos de muchas de estas innovaciones. En el ámbito de criptoactivos, entramos en una fase compleja en la que no debemos bajar la guardia. Por eso, como supervisores, debemos mantener una actitud proactiva y crítica al mismo tiempo. Y así lo estamos haciendo. El objetivo es facilitar la innovación, pero manteniendo la confianza en las reglas de juego. Les aseguro de que vamos a seguir trabajando intensamente para contribuir a este objetivo final.

---

<sup>5</sup> <https://defillama.com/>