

Artículo de Claudi Rossell, Of Counsel de Cases & Lacambra

El 7 de abril entró en vigor la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (la “Ley”), un avance decisivo para la adaptación del mercado de valores nacional al actual marco jurídico de la Unión Europea (la “UE”) y su modernización.

La Ley introduce numerosas novedades de muy variado calado, que exponemos a continuación.

1. Determinación de los instrumentos financieros sujetos a la Ley.

La determinación de los instrumentos financieros sujetos a la legislación del mercado de valores se establece en la Directiva 2014/65/UE (“MiFID II”) mediante remisión a una lista que se anexa a la misma, técnica que el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (el “RDLEG”) siguió en su artículo 2. No obstante, su concreción (muy problemática en el caso de los contratos de cambio de moneda a plazo, en los derivados sobre materias primas y respecto de la incorporación de nuevos instrumentos financieros) se realizó en el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016. Dado que el RDLEG se promulgó entre ambas normas, ya se preveía la necesidad de modificar su anexo para adaptarse a las sucesivas reformas derivadas del derecho europeo. En concreto, en la reforma del RDLEG que tuvo lugar el año 2018 se precisó que los apartados b), f), g) y j) del anexo debían interpretarse conforme al Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016.

La Ley opta por reincorporar una definición amplia de “valor negociable”, entendido como cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, con exclusión expresa de los instrumentos de pago (salvo los pagarés con vencimiento inferior a 365 días). Quedan excluidos de esta categoría todos los valores no homogéneos, tales como las participaciones hipotecarias, o sujetos a restricciones en su transmisión, como las propias de las participaciones sociales en sociedades limitadas.

La norma menciona a los valores negociables “paradigmáticos”, esto es, las acciones, las obligaciones y los valores estructurados y menciona expresamente a las acciones y a las participaciones de instituciones de inversión colectiva, entidades de capital-riesgo y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, cuya sujeción al principio de libertad de emisión se consagra en el art. 34 de la Ley. Conviene resaltar que, en su Disposición final cuarta, la Ley incorpora varias modificaciones de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

La naturaleza y el listado del resto de instrumentos financieros que quedan sujetos a la legislación del mercado de valores se ve reducido respecto de los contemplados en MiFID II y, para su determinación, la norma se remite expresamente a los reglamentos de desarrollo. A tal fin, deberá aplicarse el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, o las normas posteriores que lo sustituyan.

2. Implementación de la tecnología de registros distribuidos (DLT).

La Ley se alinea con lo previsto en el Reglamento (UE) 2022/2554 (DORA), la Propuesta de Reglamento MiCA y el Reglamento (UE) 2022/858, y regula la emisión, la oferta y la admisión a negociación de criptoactivos, así como a los proveedores de servicios relacionados, las infraestructuras de mercado basadas en la tecnología DLT y la gestión de los riesgos tecnológicos.

La entrada en vigor de la Ley es especialmente oportuna dado que coincide con la del Reglamento (UE) 2022/858, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 2022, que establece el régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y que modifica los Reglamentos (UE) 600/2014 y (UE) 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE. Esta última modificación se ha trasladado a la Ley, al preverse que los instrumentos financieros puedan representarse y ser tratados mediante la aplicación de DLT o *blockchain*, aunque esta materia será objeto de ulterior desarrollo reglamentario.

El referido Reglamento (UE) 2022/858 permitirá la creación de infraestructuras de mercado basadas en tecnología DLT y establece las vías para la solicitud de los permisos oportunos por sus promotores. Se trata de figuras tales como sistemas multilaterales de negociación, sistemas de liquidación, y sistemas de negociación y liquidación basados en DLT. Para la gestión de las solicitudes, ESMA ha publicado los modelos de información a utilizar, ya adoptados por la CNMV, en vigor desde 23 de marzo¹, así como el oportuno Q&A del Reglamento (UE) 2022/858².

En consecuencia, se abre la vía a la *tokenización* de los instrumentos financieros. Tras un largo debate, la UE ha promulgado una nueva normativa sobre criptoactivos, conocida como MiCA por sus siglas en inglés (i.e., el Reglamento sobre Mercados en Criptoactivos). Si bien el referido Reglamento MiCA no cubre la totalidad de los criptoactivos, sí regula tres (3) categorías de *tokens*: los *tokens* de inversión (*security tokens*), los *tokens* de servicio (*utility tokens*) y los *tokens* híbridos.

La Ley se refiere a los *security tokens*, es decir, una representación criptográfica de derechos análogos a los instrumentos financieros sujetos a la legislación del mercado de valores. Dado el carácter homogéneo de los *security tokens*, podrán construir un vehículo idóneo al servicio de los valores negociables, pero en el caso de los instrumentos de naturaleza contractual tales como los derivados, únicamente se aplicaría a aquellos que se cierran con un contenido

¹ Disponible a través del siguiente enlace: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA70-460-213_DLTR_GIs_on_application_standard_forms_formats_templates_ES.pdf

² Disponible a través del siguiente enlace: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-460-189_gas_dlt_pilot_regulation.pdf

normalizado en el marco de un centro de negociación. Sin perjuicio de lo anterior, la tecnología *blockchain* sí puede ser de utilidad en el tratamiento de los derivados OTC, pues permite automatizar las obligaciones derivadas de los mismos recurriendo a los denominados *smart contracts*.

La Ley somete el registro o forma de representación, así como la transmisión de estos *security tokens* a la ley expresamente elegida al respecto, siempre que dicha elección sea conforme a los términos y condiciones del documento de emisión, así como a la ley personal del emisor. De este modo, se consagra una solución común para la totalidad de los valores negociables. En caso de no designarse expresamente la ley aplicable, la Ley remite a la ley española cuando el emisor tenga su domicilio social en España o cuando se designe una única entidad domiciliada en España para administrar la inscripción y el registro de los valores.

En caso de que el Capítulo Segundo del Libro Primero de la Ley resulte de aplicación, ello comporta la exigencia de una serie de obligaciones específicas a los emisores en atención a las especialidades que la representación y el registro de valores negociables en base a DLT conlleva, en contraste con las anotaciones en cuenta y la emisión de títulos físicos. En este sentido, el emisor deberá garantizar la integridad e inmutabilidad de la emisión en los registros correspondiente, la identificabilidad de los titulares, ya sean estos directos o indirectos, y la determinación de la naturaleza, de las características y del número de los valores emitidos.

En todo caso, deberá asegurarse que los inversores tengan acceso a la información sobre los valores, que constará en un documento sujeto a ulterior desarrollo reglamentario, y a las operaciones que realicen sobre los mismos. El documento de emisión se depositará, junto a sus modificaciones, ante la entidad o entidades responsables encargadas del registro de los *security tokens*, que serán bien el propio emisor o bien las entidades autorizadas que se designen o que reúnan las características previstas en el documento de emisión.

En cuanto a la constitución de los *tokens*, esta tendrá lugar cuando se produzca su primera inscripción, ya sea a favor de los suscriptores o del emisor. Sin embargo, en este último caso, se entenderá que los valores se han puesto en circulación a partir del momento en que se adquieran por los suscriptores. Todo ello sin perjuicio de que, con posterioridad, los valores pasen a representarse mediante anotaciones en cuenta o de títulos físicos, de acuerdo con las previsiones del documento de emisión y el desarrollo reglamentario ulterior.

La Ley también prevé la posibilidad de convertir los títulos físicos o las anotaciones en cuentas en *tokens*, bastando al efecto el consentimiento de los inversores y de la CNMV, respectivamente. Por lo que respecta a la transmisión de los valores, esta se producirá de acuerdo, básicamente, con las previsiones ya existentes para las anotaciones en cuenta, siendo las anotaciones gratuitas en principio, aunque la titularidad para la enajenación de los *tokens* o para el ejercicio de los derechos inherentes a los mismos deberán acreditarse mediante las funcionalidades que el documento de emisión prevea.

3. Función de la CNMV.

El marco institucional de la CNMV es objeto de una profunda revisión, destacando su designación como autoridad competente respecto de los security tokens y el refuerzo del régimen de supervisión, inspección y control. El primer aspecto es de relevancia respecto de las funciones de supervisión que le reserva el derecho de la UE, así como para el ejercicio de las funciones de coordinación e intercambio de información. Advertimos, no obstante, que los security tokens cubiertos son sólo de tres (3) tipos: acciones, obligaciones y participaciones. Por lo demás, la autoridad de la CNMV no se limita a la emisión, la oferta y a la transmisión de los tokens, pues cubre también las infraestructuras de mercado como los centros de negociación, las cámaras de compensación y de liquidación y los depositarios centrales, los proveedores de servicios relevantes y los riesgos tecnológicos.

En cuanto al marco sancionador, la Ley reordena las infracciones en materia del mercado de valores e incluye nuevos tipos “graves” y “muy graves” en relación con los security tokens, así como respecto del resto de obligaciones impuestas por el derecho de la UE. En cuanto al importe de las sanciones, sin perjuicio de las especialidades introducidas por el derecho de la UE, no se lleva a cabo un cambio sustancial respecto del régimen anterior, pues deberán determinarse en base a la tipología de la infracción, la condición del infractor, los beneficios obtenidos o las pérdidas evitadas, el volumen de negocio del ejercicio anterior o los importes fijos marcados en la Ley. Tampoco se modifican los plazos de prescripción aplicables.

4. Introducción de las SPACs.

Resulta de especial interés la introducción de un nuevo agente en el mercado de valores: las sociedades cotizadas con el propósito de adquirir la participación de otra sociedad o “SPAC”, por sus siglas en inglés.

Estas sociedades son objeto de regulación en la Disposición final sexta que introduce un nuevo Capítulo VIII bis denominado «Especialidades de las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición» en el Título XIV (que comprenderá los nuevos artículos 535 bis a 535 quinqués) 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 (la “LSC”). Estas sociedades tendrán por objeto la adquisición total o parcial de otras sociedades, cotizadas o no, directa o indirectamente, por cualquier título, y hasta el momento de aprobarse la adquisición deberán hacer pública dicha condición usando en su denominación social el término «Sociedad cotizada con Propósito para la Adquisición» o la abreviatura «SPAC SA», «SPAC, S.A.». Asimismo, deberán cotizar en un mercado oficial español, aunque también se podrán negociar sus acciones en un sistema multilateral de negociación.

Hasta la adquisición, que en todo caso deberá ser aprobada por la Junta General de accionistas, las únicas actividades permitidas a estas sociedades serán la oferta pública de sus propios valores inicial, la solicitud a admisión a negociación y las conducentes a la adquisición. Una vez la adquisición sea efectiva, las referidas limitaciones cesarán. Para asegurar la observancia de tales limitaciones, los fondos obtenidos deberán inmovilizarse en

una cuenta abierta en una entidad de crédito a nombre de la SPAC hasta el momento de la adquisición.

Asimismo, en sus Estatutos se preverá una duración máxima del plazo de adquisición de treinta y seis (36) meses, ampliable a un máximo de dieciocho (18) meses adicionales previo acuerdo de la Junta General de Accionistas.

El elemento más destacable del régimen legal de las SPACs es el régimen de reembolso de los accionistas al que se someten tras aprobarse la adquisición y del que se beneficiarán todos los accionistas, con independencia del sentido de su voto. El método de reembolso puede ser escogido por la propia SPAC de entre tres (3) opciones: (i) el ejercicio de un derecho de separación (aunque queda excluido el derecho de separación por cambio del objeto social); (ii) la emisión de acciones rescatables (sin sujetarse a las limitaciones de los art. 500 y 501 de la LSC); o (iii) la reducción de capital social mediante recompra de acciones para su amortización, a cuyo efecto deberá dirigirse una oferta pública a todos los accionistas.

Por lo que respecta al valor de reembolso, este deberá ser como mínimo equivalente a la parte alícuota del efectivo inmovilizado en la cuenta transitoria en la que se hubieran depositado los recursos obtenidos en la oferta pública inicial. Sin perjuicio de ello, cuando se amorticen las acciones, podrán entregarse total o parcialmente en canje las acciones que la SPAC adquirió y no existirá derecho de oposición de los acreedores. Esta disposición es lógicamente necesaria para hacer frente a situaciones de falta de liquidez, pues no será necesario proceder a la venta de importantes paquetes de acciones que afecten negativamente a su cotización.

A continuación se detallan otras excepciones relevantes que resultan de aplicación a esta tipología de sociedades:

- (i) No serán aplicables los límites de autocartera si estos se rebasan para satisfacer una obligación de reembolso;
- (ii) Se faculta a la CNMV para exigir la publicación de folleto en los supuestos de fusión eximidos de esta obligación, si se estimase oportuno atendida la complejidad de la operación; y
- (iii) Se exime a los accionistas de la SPAC la obligación de formalizar una oferta pública de adquisición cuando alcancen, directa o indirectamente, una participación de control de la sociedad resultante motivada por la consumación de la adquisición o por el reembolso de las acciones de la SPAC.

5. Condiciones de comercialización de pasivos elegibles para la recapitalización interna.

El Real Decreto Ley 7/2021, de 27 de abril, introdujo determinados requisitos para la distribución a clientes minoristas de valores negociables que fuesen pasivos elegibles para la

recapitalización interna. En esta línea, la Ley delimita qué valores negociables estarán sujetos a las normas de conducta reforzadas, y que se clasifican en cuatro (4) categorías, a saber:

- (i) Los instrumentos de capital adicional de nivel 1. Nos referimos a valores tales como las emisiones de participaciones preferentes eventualmente convertibles en acciones ordinarias (“CoCos”);
- (ii) Los instrumentos de capital de nivel 2;
- (iii) Los pasivos susceptibles de recapitalización interna a los que se refiere el artículo 2.1.s de la Ley 11/2015 que se encuadren en alguna de las categorías de los artículos 72.bis, 72.ter y 72.quater del Reglamento (UE) 575/2013.

Se excluyen los títulos del art. 72 bis.1.b) del referido Reglamento, es decir, los instrumentos con una duración residual de menos de un (1) año, y las condiciones establecidas en el artículo 72 ter, apartados 3 a 5, de dicho Reglamento. Estos instrumentos, junto a los referidos con anterioridad, son los empleados para el cálculo de las exigencias mínimas de fondos propios y de pasivos admisibles (MREL); y

- (iv) Los pasivos previstos en el artículo 2.1.r. de la Ley 11/2015 elegibles para la recapitalización interna de (i) ciertas entidades financieras sometidas a supervisión consolidada; (ii) las sociedades financieras de cartera, las sociedades financieras mixtas de cartera y las sociedades mixtas de cartera establecidas en España; y (iii) ciertas sociedades financieras de cartera y sociedades financieras mixtas de cartera matrices de otros Estados miembros de la Unión Europea bajo supervisión en base consolidada³.

Por su parte, las limitaciones introducidas a la distribución de los referidos valores negociables serán las siguientes:

- (i) cuando los valores se ofrezcan a clientes minoristas con una cartera inferior a quinientos mil euros (500.000.-€), al evaluar la idoneidad, el colocador deberá procurar que estos valores no supongan más del diez por ciento (10%) de la cartera y que la inversión mínima inicial sea de diez mil euros (10.000.-€). Quedan excluidos los valores con un nominal de al menos cien mil euros (100.000.-€) y las operaciones de canje en que se acredite que el objeto canjeado es de valor superior o de mayor valor que la compensación ofrecida;
- (ii) Respecto de los instrumentos de las letras (i) a (iii) anteriores, además, deberá existir un tramo dirigido a clientes o inversores profesionales de, al menos, el cincuenta por ciento (50%) del total de la emisión, sin que el número total de tales inversores pueda ser inferior a cincuenta.

³ La relación completa se prevé en los apartados b), c) y d) del artículo 1 de la Ley 11/2015.

De este modo, se refuerza la protección a los inversores minoristas en atención al mayor riesgo que estos valores implican respecto de otras categorías de valores negociables.

6. Otras modificaciones.

Con carácter adicional a las modificaciones introducidas por la Ley que se detallan en los apartados anteriores, a continuación se indican sucintamente otras novedades que la misma incorpora:

- (i) La verificación de los requisitos de admisión a negociación en un mercado regulado de valores no participativos por el organismo rector, en lugar de la CNMV, sin perjuicio de las obligaciones legales relativas al folleto de emisión;
- (ii) Se suprimen distintas obligaciones de información en el proceso de compensación y liquidación de valores;
- (iii) Se amplía el concepto de PYME con el fin de promover el segmento el mercado *BME Growth*;
- (iv) Se permite que se admitan a negociación en un mercado regulado valores a petición de terceros distintos del emisor;
- (v) Se amplía de dos (2) a tres (3) meses el plazo para emitir y publicar el informe financiero semestral del segundo semestre del ejercicio;
- (vi) Se traspone la modificación de la Directiva MiFID II conocida como “*Quick Fix*”;
- (vii) Se extiende la normativa de ofertas públicas de adquisición a los emisores domiciliados en España que coticen en un sistema multilateral de negociación;
- (viii) Se amplían los supuestos de oferta pública de adquisición obligatoria a los casos en que se afecten, mediante acuerdos con otros socios distintos de los pactos parasociales, los umbrales sobre derechos de voto de una sociedad cotizada previstos legalmente;
- (ix) Se autoriza a la CNMV para eximir de la obligación de lanzar una oferta pública de adquisición de exclusión, si los valores cotizan en más de un centro de negociación de la Unión Europea;
- (x) Se incorporan las “*pandemias declaradas*” entre las excepciones a la obligación de aportar un informe de experto independiente para justificar el precio ofrecido en una oferta pública de adquisición voluntaria;
- (xi) Se modifican los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, así como sus normas de conducta, permitiéndose su adaptación en función del tamaño de la empresa;

- (xii) Se regulan las empresas de asesoramiento financiero nacional, a las que se permite conservar su funcionamiento actual, si bien deberán adherirse al Fondo de Garantía de Inversores, de forma proporcional y adaptada a su nivel de riesgo;
- (xiii) Se mantienen las facultades de la CNMV respecto de las reclamaciones de clientes como entidad de resolución alternativa de litigios; y
- (xiv) Se introducen nuevas salvaguardas respecto de la publicidad de los valores negociables a través de internet.

De este modo, la nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión se erige como en su Preámbulo se establece, como la nueva “ley marco” de los mercados de valores, que recoge la evolución en la normativa europea aplicable a estos mercados, en respuesta a su creciente sofisticación y complejidad en las últimas décadas.

CASES & LACAMBRA

Nuestro equipo de Servicios Financieros estará encantado de proporcionarle más información.
Póngase en contacto con nosotros:

Toni Barios

Socio

toni.barios@caseslacambra.com

Miguel Cases

Socio Presidente-Ejecutivo

miguel.cases@caseslacambra.com

Araceli Leyva

Secretaria General

araceli.leyva@caseslacambra.com

Joaquín Fabré

Socio

joaquin.fabre@caseslacambra.com

Bojan Radovanovic

Socio

bojan.radovanovic@caseslacambra.com

Claudi Rossell

Socio

claudi.rossell@caseslacambra.com