

## Reglamento (UE) sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado

El 2 de junio de 2022 se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea* el 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 (“Reglamento Piloto TRD”), que será aplicable, con carácter general, **a partir del 23 de marzo de 2023**.

El Reglamento Piloto TRD tiene como principal objetivo permitir el **desarrollo de los criptoactivos** que se consideran **instrumentos financieros**, comúnmente denominados *security tokens*, así como su emisión, negociación y liquidación **mediante tecnología de registro descentralizado** (“TRD”). Los ejes fundamentales del Reglamento Piloto TRD son los siguientes:

- Se modifica la **definición de “instrumento financiero”** de MiFID II para aclarar que tendrán tal consideración también los se hayan emitido mediante TRD, que quedarían así sujetos al marco normativo aplicable a los instrumentos financieros.
- Se crea un **“entorno controlado de pruebas” o sandbox**, que permite que las infraestructuras del mercado basadas en TRD soliciten exenciones temporales de algunos de los requisitos específicos de la normativa aplicable en materia de instrumentos financieros que limitan o impiden el uso de la TRD, a cambio de la imposición de algunas contramedidas.
- Las infraestructuras del mercado que podrán beneficiarse de este régimen piloto son tres: (i) **sistemas multilaterales de negociación**, (ii) **sistemas de liquidación** y (iii) **sistemas de negociación y liquidación**, en los tres casos siempre que estén basadas en TRD y hayan recibido una autorización específica de acuerdo con el Reglamento Piloto TRD.
- ESMA deberá presentar un informe a la Comisión sobre el funcionamiento del régimen piloto, a vista del cual la Comisión propondrá al Parlamento Europeo y al Consejo la **prórroga del régimen piloto** durante un máximo de tres años, su **ampliación** a otros instrumentos financieros, su **conversión** en un régimen permanente o su **finalización**.

El Reglamento Piloto TRD puede consultarse en este [enlace](#).

## 1. LOS *SECURITY TOKENS*: INSTRUMENTOS FINANCIEROS REGULADOS POR LA NORMATIVA TRADICIONAL APLICABLE EN ESTA MATERIA

Un criptoactivo se ha definido por las escasas referencias normativas publicadas hasta la fecha como una representación digital de valor o derechos que puede transferirse y almacenarse electrónicamente, mediante la TRD o una tecnología similar. En septiembre de 2020, al respecto del desarrollo del marco regulatorio de los criptoactivos, la Comisión Europea publicó su estrategia de finanzas digitales para la Unión Europea (UE), distinguiendo entre dos líneas legislativas:

- (i) Por un lado, se establecerá un nuevo marco jurídico de la UE que aplique con carácter general a los mercados de criptoactivos, sobre la base de una taxonomía de definiciones de sus diferentes tipos. Esta iniciativa ha cristalizado en la Propuesta de Reglamento MiCA<sup>1</sup>, pendiente aún de aprobación. MiCA excluirá expresamente de su ámbito de aplicación a los criptoactivos que se consideren instrumentos financieros conforme a MiFID II<sup>2</sup>, habitualmente denominados *security tokens*.
- (ii) Por otro lado, para aquellos criptoactivos que sean considerados *security tokens*, serán de aplicación las normas vigentes de la UE en materia de instrumentos financieros, a cuyo efecto se crearía un régimen piloto para el desarrollo de las infraestructuras de mercado necesarias. La aprobación del Reglamento Piloto TRD responde a esta segunda iniciativa legislativa.

Es decir, cuando un criptoactivo presente determinadas notas características, deberá ser considerado un instrumento financiero y, por tanto, estará regulado por la normativa aplicable tradicionalmente a los instrumentos financieros. Así, el Reglamento Piloto TRD modifica algo tan elemental como la definición de instrumento financiero contenida en MiFID II, para aclarar que podrán tener tal consideración también los instrumentos que se hayan emitido mediante TRD.

En atención a lo anterior, los *security tokens* quedarán bajo el ámbito de aplicación de normas como el Reglamento de Abuso de Mercado, el Reglamento en materia de folletos, ofertas públicas y admisión a cotización, el Reglamento sobre liquidación y depositarios centrales de valores o la Directiva de Transparencia, entre otros, así como de las normas de transposición y desarrollo en España.

## 2. EL RÉGIMEN PILOTO: UN ENTORNO DE PRUEBAS PARA LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO BASADAS EN TRD

La normativa tradicional que regula los instrumentos financieros no fue concebida teniendo en cuenta la TRD ni los criptoactivos, y contiene, por tanto, algunos preceptos que podrían impedir o restringir la emisión, negociación y liquidación de *security tokens*. También existen ciertos vacíos legales debido a las particularidades que presentan la TRD y los propios *security tokens*.

---

<sup>1</sup> Propuesta de Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937, cuyo texto definitivo no ha sido todavía adoptado.

<sup>2</sup> Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

Así, el Reglamento Piloto TRD crea un *sandbox*, esto es, un entorno controlado de pruebas que permite que determinadas infraestructuras de mercado basadas en TRD queden temporalmente exentas de algunos de los requisitos de la normativa aplicable en materia de servicios financieros. Esto permitirá, por un lado, poner a prueba dichas infraestructuras de mercado basadas en TRD y, por otro lado, que los reguladores puedan extraer conclusiones y adquirir experiencia sobre las oportunidades y los riesgos específicos relacionados con los *security tokens* y su tecnología subyacente.

A su vez, se imponen contramedidas para asegurar el correcto funcionamiento de dichas infraestructuras de mercado en toda la Unión Europea y garantizar, a su vez, la protección de los inversores, la integridad del mercado, la estabilidad financiera y la transparencia.

No más tarde del 24 de marzo de 2026, la AEVM<sup>3</sup> deberá remitir un informe a la Comisión sobre el funcionamiento de este régimen piloto en toda la Unión, incluyendo información relativa al número de infraestructuras autorizadas, el valor de los *security tokens* admitidos a negociación, los tipos de tecnología empleados, principales riesgos, etc. En el plazo de tres meses desde que reciba el referido informe, la Comisión propondrá al Parlamento Europeo y al Consejo la prórroga del régimen piloto durante un máximo de tres años, su ampliación a otros instrumentos financieros, su modificación, su conversión en un régimen permanente con las oportunas modificaciones a la normativa en vigor o su finalización, junto con todas las autorizaciones concedidas al amparo del Reglamento.

### 3. LAS NUEVAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO BASADAS EN TRD

El Reglamento Piloto TRD introduce el concepto de infraestructuras del mercado basadas en la TRD, que son las que podrán beneficiar de este régimen. Estas infraestructuras son:

- (i) sistemas multilaterales de negociación basados en la TRD: sistemas multilaterales de negociación (“**SMN**”) que solo admiten a negociación *security tokens* (“**SMN basados en la TRD**”). Estarán gestionados por una empresa de servicios de inversión (“**ESI**”) o un organismo rector del mercado autorizado con arreglo a MiFID II;
- (ii) sistemas de liquidación basados en la TRD: sistemas de liquidación (“**SL**”) que liquidan operaciones con *security tokens* contra el pago o la entrega, y que permiten el registro inicial o la prestación de servicios de custodia en relación con *security tokens* (“**SL basados en la TRD**”). Estarán gestionados por depositarios centrales de valores (“**DCV**”) autorizados de acuerdo con el Reglamento (UE) n.º 909/2014; y
- (iii) sistemas de negociación y liquidación basados en la TRD: SMN basados en la TRD o bien SL basados en la TRD, que combinan los servicios prestados por ambas infraestructuras (“**SNL basados en la TRD**”). Según su naturaleza, estarán gestionados bien por una ESI o un organismo rector del mercado, o bien por un DCV.

Las infraestructuras de mercado basadas en TRD estarán en principio sujetas a los requisitos que les sean aplicables con carácter general por su condición de SMN o DCV, según sea el caso.

---

<sup>3</sup> La Autoridad Europea de Valores y Mercados o *European Securities and Markets Authority* (ESMA).

No obstante, por una parte, estas infraestructuras podrán solicitar a la autoridad competente una o varias exenciones de carácter temporal, siempre que sean proporcionadas, estén justificadas por el uso de la TRD y se cumplan los requisitos asociados a dichas exenciones. Además, las exenciones solicitadas deberán limitarse a la infraestructura de mercado en cuestión y no extenderse a ningún otro SMN o SL gestionado por quien la solicita.

Por otra parte, la autoridad competente establecerá las medidas compensatorias adicionales que sean apropiadas para alcanzar los objetivos de las disposiciones respecto de las que se haya solicitado una exención o para garantizar la protección de los inversores, la integridad del mercado o la estabilidad financiera.

Los organismos que gestionen cada infraestructura basada en la TRD están sujetos a un régimen de autorización específica para su gestión. La autorización para gestionar una infraestructura basada en la TRD, así como las exenciones que se aprueben, serán válidas en toda la Unión Europea y se concederán con carácter temporal por un período máximo de seis años (dentro del marco de duración del régimen piloto).

Se incluye como **anexo** un resumen de los principales elementos del régimen de autorización, requisitos y exenciones para cada infraestructura de mercado basada en TRD.

Además de las contramedidas señaladas en dicho anexo, el Reglamento Piloto TRD establece ciertas obligaciones adicionales con las que deberán cumplir todas las infraestructuras de mercado basadas en TRD y que son, principalmente y de manera resumida, las siguientes:

- (i) se establecerán planes de negocio sobre sus servicios y actividades, personal crítico, aspectos técnicos, uso de la TRD, cómo llevan a cabo sus servicios y actividades y cómo se diferencia de un SMN o de un SL que no esté basado en TRD, así como las normas con arreglo a las cuales opera y funciona la TRD utilizada;
- (ii) se establecerán sistemas informáticos y de ciberseguridad relacionados con su TRD que garanticen la continuidad, fiabilidad y seguridad de sus servicios y actividades, así como la integridad, seguridad, confidencialidad y accesibilidad de los datos almacenados;
- (iii) cuando el organismo rector garantice la custodia de fondos, garantías, *security tokens* y sus medios de acceso (claves criptográficas), se deberá contar con medios adecuados para su protección, se mantendrán registros seguros y fiables de los fondos y se segregarán dichos activos de los participantes que utilicen la infraestructura en cuestión;
- (iv) en caso de pérdida de los anteriores activos, el organismo rector será responsable hasta el valor de mercado del activo perdido;
- (v) se establecerá una estrategia de reducción de la actividad, o de transición de salida o cese de la infraestructura, incluidas la transición o reversión de sus operaciones de TRD a infraestructuras de mercado tradicionales, que deberá poner en práctica en determinados supuestos; y

- (vi) se deberá cumplir con ciertas obligaciones de información a la autoridad competente, para permitir el seguimiento, evaluación y supervisión de la infraestructura de mercado basada en TRD (incluyendo la remisión de un informe semestral).

#### **4. INSTRUMENTOS FINANCIEROS QUE PUEDEN SER ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN O REGISTRADOS EN UNA INFRAESTRUCTURA DEL MERCADO BASADA EN LA TRD**

Con el fin de evitar preservar la integridad del mercado y los mecanismos de protección de los inversores y, al mismo tiempo, evitar riesgos para la estabilidad financiera, durante la vida de este régimen piloto únicamente podrán admitirse a negociación o registrarse en infraestructuras basadas en TRD:

- (i) acciones de emisores con capitalización inferior a 500 millones de euros;
- (ii) bonos, otras formas de deuda titulizada, incluidos recibos de depositario representativos de dichos valores o instrumentos del mercado monetario, con un volumen de emisión inferior a 1.000 millones de euros (excluidos aquellos que incorporen un derivado o una estructura, que dificulten que el cliente comprenda los riesgos asociados); y
- (iii) determinadas participaciones en organismos de inversión colectiva cuyos activos gestionados tengan un valor de mercado inferior a 500 millones de euros.

Asimismo, el Reglamento Piloto TRD establece un límite de valor de mercado agregado que cada infraestructura puede admitir a negociación o tener registrado, tanto en el momento inicial de admisión o registro de un nuevo *security token* (6.000 millones de euros) como en cualquier momento posterior, como consecuencia del aumento de valor de los *security tokens* en cuestión (9.000 millones de euros). En caso de superar este segundo límite, deberá aplicarse la estrategia de la infraestructura de mercado basada en TRD para la transición a infraestructuras de mercado tradicionales.

Los anteriores umbrales podrán ser reducidos por las autoridades competentes.

\* \* \*

ANEXO

GESTIÓN	PROCEDIMIENTO DE AUTORIZACIÓN	EXENCIONES Y REQUISITOS ASOCIADOS
<b>SMN basados en la TRD</b>		
<p>Gestionado por una ESI u organismo rector del mercado autorizado con arreglo a MiFID II, siempre que haya recibido una autorización específica conforme al Reglamento Piloto TRD</p>	<p>En líneas generales sigue los mismos procedimientos que los de autorización propios de un SMN (de conformidad con MiFID II y MiFIR<sup>4</sup>), con las modificaciones pertinentes en relación con las exenciones que se solicitan de conformidad con Reglamento Piloto TRD</p>	<p>Se podrá solicitar la exención de:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• la obligación de intermediación y, por tanto, la admisión de personas físicas y jurídicas para negociar por cuenta propia como miembros o participantes (cumpliendo determinados requisitos)</li> <li>• los requisitos de comunicación de operaciones conforme a MiFIR</li> </ul>
<b>SL basados en la TRD</b>		
<p>Gestionado por un DCV, autorizado con arreglo a Reglamento (UE) n.º 909/2014, siempre que haya recibido una autorización específica conforme al Reglamento Piloto TRD</p>	<p>En líneas generales sigue los mismos procedimientos que los de autorización propios de un SL con arreglo al Reglamento (UE) n.º 909/2014, con las modificaciones pertinentes en relación con las exenciones que se solicitan de conformidad con Reglamento Piloto TRD</p>	<p>Se podrá solicitar la exención de:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• las normas aplicables a los DCV y que hacen mención a los términos “forma desmaterializada”, “cuenta de valores” u “órdenes de transferencia”, siempre que (i) el uso de una cuenta de valores o de anotaciones en cuenta sea incompatible con la utilización de la TRD, (ii) se garantice el uso de un registro descentralizado, la integridad de la emisión y la posibilidad de segregar los instrumentos financieros pertenecientes a distintos participantes y (iii) no se permitan descubiertos de valores</li> <li>• la obligación de establecer procedimientos para prevenir y tratar fallos en la liquidación, siempre que se permita conocer claramente los detalles de las operaciones y se pueda evitar o corregir dichos fallos</li> <li>• el requisito de autorización para externalizar servicios básicos, siempre que sea incompatible con la utilización de la TRD</li> <li>• la obligación de intermediación y, por tanto, la admisión de personas físicas y jurídicas como participantes (cumpliendo determinados requisitos)</li> <li>• los requisitos de acceso de participantes al SL y sobre procedimientos de comunicación de los DCV con dichos participantes y otras infraestructuras del</li> </ul>

<sup>4</sup> Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

		<p>mercado, así como ciertos requisitos de transparencia, siempre que se publiquen criterios de participación abiertos, equitativos, transparentes, objetivos y no discriminatorios y siempre que se publiquen los precios y comisiones por los servicios de liquidación</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• las normas sobre firmeza de la liquidación, siempre que, entre otros, se garantice la liquidación casi en tiempo real o intradía y se publiquen las normas de liquidación</li> <li>• las normas sobre liquidación en efectivo, siempre que el DCV efectúe la liquidación según el mecanismo de entrega contra pago, pudiendo hacerlo a través de dinero de banco central, cuentas del DCV o dinero de banco comercial en los mismos términos que lo dispuesto en el Reglamento (UE) n.º 909/2014, pero también en forma “toquenizada”, así como usando <i>e-money tokens</i><sup>5</sup></li> <li>• la obligación de que un DCV, cuando gestione un SL basado en la TRD, dé acceso a otro DCV o infraestructura de mercado, cuando el uso de la TRD sea incompatible con los sistemas heredados, o cuando conceder acceso con dichos sistemas sea desproporcionado</li> </ul>
<b>SNL basados en la TRD</b>		
<p>Gestionado bien por una ESI o un organismo rector del mercado autorizado con arreglo a MiFID II, o bien por un DCV autorizado con arreglo a Reglamento (UE) n.º 909/2014, siempre que haya recibido una autorización específica conforme al Reglamento Piloto TRD</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Será de aplicación lo establecido <i>supra</i> para las autorizaciones de los gestores de los SMN basados en la TRD o los SL basados en la TRD <ul style="list-style-type: none"> <li>• Una ESI u organismo rector del mercado que gestione un SNL basado en la TRD estará sujeto a los requisitos propios de un SMN (de conformidad con MiFID II y MiFIR) y, <i>mutatis mutandis</i>, a los aplicables a los DCV de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 909/2014 (a excepción de ciertos requisitos, entre otros, de autorización, organización y prudenciales de conformidad con esa normativa)</li> <li>• Un DCV que gestione un SNL basado en la TRD estará sujeto a los requisitos propios de un DCV (de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 909/2014) y, <i>mutatis mutandis</i>, a los aplicables a un SMN de conformidad con MiFID II y MiFIR (a excepción de ciertos requisitos de autorización y funcionamiento de conformidad con MiFID II)</li> </ul> </li> </ul>	<p>No se aplicarán los requisitos respecto de los cuales se haya obtenido una exención. No obstante, los organismos rectores de SNL basados en la TRD pueden solicitar las mismas exenciones que las disponibles para los organismos rectores de SMN basados en la TRD y de los SL basados en la TRD, en los mismos términos</p>

<sup>5</sup> Este criptoactivo se encontrará dentro del ámbito de aplicación de MiCA, que tal y como se define en el art. 3.1.4) de la Propuesta de Reglamento MiCA, se trata de “*un tipo de criptoactivo cuya principal finalidad es la de ser usado como medio de intercambio y que, a fin de mantener un valor estable, se referencia al valor de una moneda fiat de curso legal*”.

ABOGADOS DE CONTACTO



**Pablo González-Espejo García**  
**Socio responsable del Grupo de Derecho Digital**  
+34 91 587 08 34  
pablo.gonzalezespejo@uria.com

---



**Enrique Nieto**  
**Socio del Área de Mercado de Valores**  
+34 91 587 09 09  
enrique.nieto@uria.com

---



**Isabel Aguilar Alonso**  
**Socia del Área de Regulación Financiera y Bancaria**  
+34 91 586 03 65  
isabel.aguilar@uria.com

---



**Álvaro López**  
**Asociado Principal del Área de Mercado de Valores**  
+34 91 586 07 64  
alvaro.lopez@uria.com

---