

Proyecto de nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión

El Consejo de Ministros, en su reunión de 28 de junio de 2022, aprobó el Proyecto de nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (el “Proyecto de Ley” o el “PdeLMVSI”), cuyo texto completo se ha dado a conocer el 12 de septiembre de 2022. La nueva norma —que sustituirá, una vez que sea aprobada por las Cortes Generales, al Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (la “Ley del Mercado de Valores” o el “TRLMV”)— introduce modificaciones en la normativa vigente de relevancia para emisores, intermediarios y otros participantes en los mercados de valores que es imprescindible conocer. Un equipo de especialistas en la materia de Uría Menéndez ha preparado este documento resaltando las cuestiones clave del Proyecto de Ley.

Principales aspectos a destacar:

- Se **introducen diversas reformas en materia de mercados primarios y de emisores**, entre las que destacan la simplificación de la supervisión de las emisiones y admisiones a negociación en mercados regulados de valores, la extensión de la normativa de ofertas públicas de adquisición de valores a las sociedades emisoras de acciones admitidas a negociación en BME Growth y la inclusión de un nuevo capítulo en el título XIV de la Ley de Sociedades de Capital, relativo a las sociedades cotizadas, para regular determinadas especialidades aplicables a las sociedades cotizadas de propósito especial para la adquisición de otras compañías (SPAC), a fin de facilitar el desarrollo de dicha figura en los mercados de valores españoles.
- Se **modifican el régimen relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión** a las que con carácter general ya no resulta de aplicación el régimen previsto en esta materia para las entidades de crédito, **y las normas de conducta de las entidades que prestan servicios de inversión en el mercado**, cuya aplicación se flexibiliza en determinados supuestos cuando los clientes son contrapartes elegibles o profesionales. Asimismo, se **crean las empresas de asesoramiento financiero nacionales**.
- Se contempla la **utilización de la tecnología de registros distribuidos (*distributed ledger technology*) para el registro, compensación y liquidación de valores negociables e instrumentos financieros** y se establecen las previsiones necesarias para la **acogida por la normativa española de la regulación comunitaria en fase de preparación en materia de criptoactivos**.

- Se efectúan **cambios en el orden institucional en la regulación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) y en cuestiones supervisoras en materia de infracciones y sanciones.**
- Finalmente, se incluyen **otras novedades diversas en otras materias y cuestiones** reguladas por el Proyecto de Ley.

El Proyecto de Ley se publicó el 12 de septiembre de 2022 en el *Boletín Oficial de las Cortes Generales* como paso previo a su tramitación parlamentaria en el próximo período de sesiones, que dará comienzo en septiembre de 2022. Puede consultar el Proyecto de Ley en este [enlace](#). Asimismo, puede revisar las modificaciones que el Proyecto de Ley introduce en el vigente Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores en el documento con cambios resaltados disponible en este [enlace](#).

1. MODIFICACIONES RELEVANTES PARA LOS EMISORES DE VALORES

El Proyecto de Ley contempla determinados cambios en relación con los emisores de valores, siendo especialmente relevantes los relacionados con los procedimientos de admisión a negociación de valores y con las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en un sistema multilateral de negociación (“SMN”), así como la nueva regulación de las sociedades cotizadas con el propósito de adquirir otra sociedad.

1.1 NOVEDADES EN MATERIA DEL PROCEDIMIENTO DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN DE VALORES EN UN MERCADO REGULADO

1.1.1 Simplificación del procedimiento para la emisión y admisión a negociación de valores no participativos

El Proyecto de Ley contempla que la **verificación** de los requisitos de **admisión** a negociación en un mercado regulado de **valores no participativos corresponderá al organismo rector del mercado regulado donde se vayan a admitir a negociación** (es decir, a AIAF), en lugar de a la CNMV, como venía sucediendo hasta ahora. Por su parte, la CNMV seguirá siendo el órgano responsable de la admisión a negociación de valores participativos en mercados regulados.

En relación con lo anterior, el Proyecto de Ley contempla que los mercados regulados deberán establecer normas claras y transparentes en relación con la admisión a negociación de instrumentos financieros.

Por otro lado, se obliga a que los valores emitidos por el Instituto de Crédito Oficial, EPE, cuenten con el aval del Estado para poder ser admitidos de oficio a negociación en los mercados regulados.

1.1.2 Admisión a negociación de valores en mercados regulados a solicitud de terceros distintos del emisor

Se regula la posibilidad —ya contemplada en la normativa comunitaria— de que un valor negociable que haya sido admitido a negociación en un mercado regulado de otro Estado miembro **pueda ser admitido posteriormente a negociación en un mercado regulado español sin el consentimiento del emisor**. En este caso, el emisor no estará obligado a facilitar directamente al mercado regulado español la

información que le pudiera requerir en relación con los requisitos para la admisión de valores a negociación.

1.2 EXTENSIÓN A LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN UN SMN DE LA NORMATIVA SOBRE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y OTRAS NOVEDADES EN MATERIA DE OPAS

1.2.1 Extensión a las sociedades cotizadas en un SMN de la normativa sobre opas

Se hace **extensivo el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores (“opas”) a las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en un SMN y tengan su domicilio en España**. En la actualidad, en España operan los siguientes SMN que admitan acciones de emisores de nacionalidad española: BME MTF Equity (en el que se incluye el segmento BME Growth) y Portfolio Stock Exchange, este último recientemente autorizado por la CNMV.

Esta modificación supone una **nueva regulación de las tomas de control de los emisores de acciones negociadas en SMN**, que hasta ahora se regían por sus propios estatutos sociales en cumplimiento de la normativa del SMN en cuestión, en el caso de BME Growth. Entre los cambios más relevantes destacamos:

- (a) la sujeción de las opas sobre emisores de acciones negociadas en SMN a la autorización previa y supervisión de la CNMV, incluyendo lo relativo a la fijación del precio equitativo;
- (b) la necesidad del oferente de elaborar un folleto explicativo y aportar garantías bancarias o en efectivo para asegurar el pago de la contraprestación ofrecida;
- (c) la obligación de los consejeros de la sociedad afectada por la opa de emitir un informe sobre la oferta, y
- (d) la aplicación de la normativa de opas al supuesto de exclusión de cotización de las acciones de un emisor del SMN en el que se negocien.

Todo lo anterior de conformidad con la regulación aplicable actualmente a las opas formuladas sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados.

No obstante lo anterior, **la regulación de las opas no será aplicable** a las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en un SMN **hasta que se dicten las normas reglamentarias de desarrollo**.

1.2.2 Otras novedades en materia de opas

Se amplía el supuesto de opa obligatoria por toma de control mediante acuerdos entre titulares de participaciones superiores en conjunto al 30 % de los derechos de voto, complementando el supuesto de celebración de pactos parasociales entre accionistas de una sociedad cotizada con el de la conclusión de **acuerdos de otra naturaleza**, siempre que determinen dicha toma de control por entrañar una **actuación concertada de las partes**.

Asimismo, **se añade a efectos aclaratorios explícitamente la declaración de una pandemia como supuesto susceptible de determinar la aplicación de las normas especiales aplicables a las opas**

tanto obligatorias como voluntarias durante los dos años siguientes a un evento que determine una perturbación de los precios del mercado, en general, o de la cotización de la sociedad afectada, en particular. Este ha sido el caso recientemente de la pandemia derivada de la COVID-19.

Finalmente, se recoge como **nuevo supuesto en el que la CNMV puede dispensar a un emisor de la obligación de formular una opa con motivo de la exclusión de negociación de sus acciones** de un mercado regulado, SMN o SOC el caso en el que **las acciones del emisor se encuentren admitidas a cotización en otro centro de negociación equivalente de la Unión Europea**. Esta medida puede facilitar el tránsito de los emisores de valores entre diferentes mercados regulados, SMN o SOC nacionales o extranjeros.

1.3 REGULACIÓN DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS CON PROPÓSITO PARA LA ADQUISICIÓN

Por primera vez en España, se regulan las sociedades cotizadas con el propósito de adquirir la participación de otra sociedad y cuya única actividad previa sea la realización de una oferta pública de valores inicial, la solicitud de admisión a negociación de sus acciones y las conducentes a la aprobación de la adquisición por la Junta General de Accionistas (conocidas como “**SPAC**”). La adquisición puede ser de la totalidad o de una participación en el capital de otra sociedad o sociedades, cotizadas o no cotizadas, ya sea directa o indirectamente, y a título de compraventa, fusión, escisión, aportación no dineraria, cesión global de activos y pasivos u otras operaciones análogas.

La regulación de las SPAC se incluye en un nuevo capítulo VIII bis dentro del título XIV (relativo a las sociedades anónimas cotizadas) del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (la “**LSC**”) aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Por lo tanto, **será aplicable a las SPAC que sean sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado español o, con las peculiaridades previstas en el artículo 495.3 LSC, de otro Estado miembro del Espacio Económico Europeo o en un mercado equiparable de un tercer Estado**. Adicionalmente, la propia norma prevé también su aplicación a las SPAC que tengan sus valores admitidos a negociación **en un SMN**.

1.3.1 Mecanismo de reembolso

Las SPAC **deberán contar necesariamente con un mecanismo de reembolso** de los accionistas en el caso de aprobación de una adquisición por la Junta General de Accionistas de la sociedad. El mecanismo deberá consistir, a elección de la SPAC, en (a) la previsión de un derecho estatutario de separación en favor de los accionistas de la sociedad, (b) la emisión de acciones rescatables, sin que resulten de aplicación las limitaciones establecidas en los artículos 500 y 501 de la LSC, o (c) el compromiso de realizar una reducción de capital social mediante la recompra de acciones para su amortización. En todos los casos, **el derecho de reembolso corresponderá a todos los accionistas**, con independencia del sentido de su voto en la junta general de accionistas en la que se haya aprobado la propuesta de adquisición.

El **valor de reembolso**, en cualquiera de las modalidades, **será (como mínimo) el importe equivalente a la parte alícuota del importe efectivo inmovilizado en la cuenta transitoria en la que se depositaron los recursos obtenidos en la oferta pública inicial**. Lógicamente, nada impide establecer un valor de

reembolso superior, sea para incluir los intereses generados por los fondos inmovilizados o una rentabilidad mínima garantizada, como ha sucedido en algunas SPAC recientes.

El derecho de separación específico de las SPAC mencionado anteriormente **excluirá la aplicación del derecho de separación legal** previsto en el artículo 346.1.a) de la LSC **en relación con la sustitución o modificación sustancial del objeto social** derivada de la adquisición por la SPAC de la sociedad adquirida.

En el caso del mecanismo de reembolso mediante reducción de capital con recompra de acciones propias, la SPAC **podrá aprobar la entrega de las acciones adquiridas a sus accionistas como consecuencia del reembolso en canje** a los socios de la sociedad adquirida como contraprestación total o parcial de la adquisición y **no existirá derecho de oposición de acreedores**, siempre que la sociedad haya limitado sus actividades a la oferta de acciones y las conducentes a la adquisición o fusión.

1.3.2 Especialidades en relación con las ofertas públicas de adquisición

El **accionista que alcance una participación de control**, ya sea directa o indirectamente, debido a la adquisición aprobada o como consecuencia del mecanismo de reembolso que se configure, **estará exceptuado de la obligación de formular una opa**.

Por otro lado, si la SPAC lleva a cabo antes de —o en el marco de la adquisición o fusión, como **mecanismo de reembolso— una reducción de capital** mediante la adquisición de sus propias acciones para su amortización, el **precio de la opa será el importe equivalente** a la parte alícuota del importe efectivo inmovilizado en la cuenta transitoria en la que se depositaron **los recursos obtenidos de la oferta** en el momento del ejercicio del derecho de reembolso.

1.3.3 Otras especialidades de las SPAC

La nuevo texto de la LSC prevé algunas especialidades societarias únicamente aplicables a las SPAC. Entre ellas, que los estatutos sociales de la SPAC deberán contemplar un **plazo máximo de 36 meses**, ampliable en 18 meses adicionales por decisión de la Junta, **para la formalización del acuerdo de adquisición**. Estos plazos son sensiblemente superiores a los que contempla la propuesta de regulación de las SPAC que la Securities & Exchange Commission estadounidense sometió a consulta pública en marzo de 2022, que son de 18 meses ampliables en un máximo de 6 meses adicionales.

Asimismo, **no será de aplicación a las SPAC el límite máximo de la autocartera** aplicable a las sociedades cotizadas, **siempre que la adquisición de acciones propias** por la sociedad se lleve a cabo como **mecanismo de reembolso** de los accionistas una vez determinada la sociedad a adquirir.

Finalmente, la **CNMV podrá exigir la publicación de un folleto en operaciones de fusión de la SPAC con la sociedad o sociedades objetivo**, atendiendo a la naturaleza y complejidad de la operación, **aun cuando pudieran resultar de aplicación las excepciones del Reglamento de Folletos** a las emisiones y admisiones de acciones de la SPAC a negociación en el marco de la fusión. Hay que tener en cuenta en este punto, en todo caso, que, tal y como prevé el Reglamento (UE) 1129/2017 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, esta excepción no será

aplicable cuando la fusión constituya una operación de adquisición inversa en el sentido de la Norma Internacional de Información Financiera 3 (Combinaciones de negocios), es decir, simplificando, cuando la sociedad adquirida sea mayor que la SPAC.

1.3.4 Otras novedades en materia de emisores de valores

Se amplía de dos a tres meses el plazo para la remisión por los emisores de valores obligados a ello (básicamente, los emisores de acciones y valores de deuda cuyo valor nominal sea inferior a 100.000 euros) a la CNMV **del informe financiero semestral correspondiente al segundo semestre del ejercicio**. Con ello se pone fin a la anomalía en la normativa vigente, no impuesta por la Directiva 2004/109/CE de 15 de diciembre de 2004 sobre transparencia de los emisores de valores, conforme a la cual el plazo para la publicación por los emisores de valores del informe financiero semestral del segundo semestre es de dos meses, frente a los tres meses de que disponen para elaborar el informe financiero semestral del primer semestre.

Asimismo, se introducen **requisitos adicionales** a los ya vigentes **para la comercialización a minoristas de instrumentos de capital adicional de nivel 1 y 2, y otros instrumentos de deuda que sean pasivos admisibles o susceptibles de recapitalización interna de entidades financieras** conforme a la normativa de resolución. Dichos requisitos serían de aplicación solo a los instrumentos emitidos con posterioridad a la entrada en vigor del Proyecto de Ley. También se extienden dichos requisitos a la comercialización de las aportaciones al capital social de las cooperativas de crédito.

2. MODIFICACIONES RELEVANTES PARA LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN Y OTROS INTERMEDIARIOS QUE PRESTEN ESTE TIPO DE SERVICIOS

2.1 EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

La novedad más destacable respecto de las empresas de servicios de inversión afecta al régimen de las empresas de asesoramiento financiero, respecto de las cuales:

- (A) Se crea la figura de la **empresa de asesoramiento financiero nacional (por sus siglas, EAFN)** con las siguientes características, pendientes de desarrollo reglamentario:
 - (i) Personas **físicas o jurídicas**.
 - (ii) Que pueden prestar los **servicios de inversión propios** de este tipo de empresas (asesoramiento de inversiones, asesoramiento financiero sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como en relación con fusiones y adquisiciones y elaboración de informes de análisis financiero).
 - (iii) Que **no tienen la condición de empresa de servicios de inversión, pero que quedan sujetas a las mismas normas, si bien con requisitos inferiores** de capital social inicial y sin capacidad para prestar servicios fuera de España.
- (B) Las empresas de asesoramiento financiero no nacionales sí tendrán la condición de empresas de servicios de inversión, pero solo tendrán acceso a esta figura las personas jurídicas.

El resto de las novedades tiene por objeto **adaptar la normativa española al nuevo régimen comunitario de empresas de servicios de inversión** derivado del Reglamento (UE) 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**. Al igual que en muchos otros ámbitos del Proyecto de Ley, se dejan para desarrollo reglamentario muchas de las cuestiones sustantivas que introduce la norma comunitaria.

2.2 LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO DE VALORES E INFRAESTRUCTURAS DE POSTCONTRATACIÓN

Destacan las siguientes novedades:

- (A) Por lo que respecta a las **entidades de contrapartida central (ECC)**:
- (i) **se prevé la posibilidad de** la liquidación de las operaciones mediante **la utilización de la tecnología de registro distribuido**;
 - (ii) **se regula la recuperación y resolución de las ECC** por referencia al Reglamento (UE) 2021/23, de 16 de diciembre;
 - (iii) las ECC deberán incluir en su reglamento interno un **plan de recuperación que detallará las medidas a adoptar** en caso de que se produzca un deterioro de su situación financiera o exista riesgo de incumplir los requisitos contemplados en el Reglamento (UE) 648/2021.
- (B) Por lo que respecta a los **depositarios centrales de valores (DCV)** se eleva del uno al diez por ciento el porcentaje de participación en un DCV que **queda sujeto al régimen de no oposición** a la adquisición de participaciones significativas aplicable a las empresas de servicios de inversión.

2.3 SERVICIOS DE SUMINISTRO DE DATOS

Se modifica el régimen de autorización de los **Agentes de Publicación Autorizados (APA), Proveedores de Información Consolidada (PIC) y Servicios de Información Autorizados (SIA)**, que hasta ahora correspondía a la CNMV. **Su autorización corresponderá a la AEVM. No obstante, en el caso de los APA y SIA, la CNMV será la competente en el caso de que sean de escasa relevancia** para el mercado interior y se cumpla la exención del artículo 2.3 del Reglamento (UE) 600/2014.

Asimismo, parte de la actual regulación de los servicios de suministro de datos se ha eliminado del Proyecto de Ley y pasará a regularse reglamentariamente.

2.4 NORMAS DE CONDUCTA

Las novedades introducidas tienen su origen en la transposición de la Directiva (UE) 2021/338, que modifica la Directiva MiFID II (conocida como "*Quick Fix*"), y en particular las que se indican a continuación:

- (a) El nuevo apartado 3 del artículo 198 prevé la exención de los requisitos de gobernanza de productos
- (i) cuando los instrumentos financieros se comercialicen o distribuyan exclusivamente entre

contrapartes elegibles y (ii) cuando el servicio de inversión se refiera a bonos no estructurados o sin más derivados implícitos que una cláusula de reintegración.

- (b) El nuevo apartado 4 del artículo 199 establece que la información que debe proporcionarse a los clientes de conformidad con la LMV se hará en formato electrónico, salvo cuando el cliente o cliente potencial sea un cliente minorista que haya solicitado recibir la información en papel, en cuyo caso se proporcionará en este formato de forma gratuita.
- (c) El nuevo apartado 2 del artículo 201 establece la exención de determinadas obligaciones de información para clientes profesionales, salvo que estos comuniquen a la empresa de servicios de inversión lo contrario.
- (d) El nuevo apartado 3 del artículo 203 establece que, en el caso del servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras que impliquen el cambio de instrumento financiero (es decir, la venta y compra simultánea de un instrumento financiero o el derecho a efectuar un cambio), deberá obtenerse la información necesaria sobre las inversiones del cliente y se analizarán los costes y beneficios del cambio del instrumento financiero.

En relación con el artículo 223, relativo a la política de implicación con la que deben contar las entidades que presten el servicio de gestión discrecional e individualizada de carteras descriptiva de cómo integran su implicación como accionistas o gestores de activos de accionistas en su política de inversión, se reduce sensiblemente su contenido para su remisión a desarrollo reglamentario y se incluye como novedad que el régimen de conflictos de interés previsto en el artículo 120 también resultará de aplicación a las actividades de implicación.

3. MODIFICACIONES EN MATERIA DE CRIPTOACTIVOS Y DE ADOPCIÓN DE TECNOLOGÍAS DE REGISTROS DISTRIBUIDOS

El Proyecto de Ley transpone 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, y que acompaña a las propuestas de Reglamentos de la UE relativos a los mercados de criptoactivos y al régimen temporal para las infraestructuras del mercado basadas en tecnología de registros distribuidos (“TRD”). Dichos Reglamentos persiguen regular i) la emisión, oferta y admisión a negociación de criptoactivos, ii) los proveedores de servicios de criptoactivos, iii) las condiciones del régimen piloto de las infraestructuras del mercado basadas en la TRD, y iv) la gestión de riesgos de las TIC, la notificación de incidentes, las pruebas y la supervisión.

En este sentido, el Proyecto de Ley introduce las adaptaciones necesarias para la aplicación del Reglamento (UE) 2022/858 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 (“**Reglamento sobre el régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la TRD**”), así como del Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937 (“**Reglamento sobre criptoactivos**”).

3.1 MODIFICACIONES PARA LA APLICACIÓN DEL REGLAMENTO SOBRE EL RÉGIMEN PILOTO DE INFRAESTRUCTURAS DEL MERCADO BASADAS EN LA TRD

El Proyecto de Ley incorpora las reglas necesarias para garantizar la seguridad jurídica de la representación de valores mediante la TRD, permitiendo la aplicación en España del Reglamento sobre el régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la TRD y cumpliendo el mandato a los Estados miembros previsto en el artículo 10.b) de dicho Reglamento.

3.1.1 Definición de instrumento financiero

Con la finalidad de aclarar el tratamiento jurídico de los criptoactivos que puedan considerarse instrumentos financieros, se añade una previsión adicional a la definición de **instrumento financiero**, de forma que incluya **aquellos emitidos mediante la utilización de la TRD** u otras tecnologías similares, cuyas características, categorías concretas y particularidades de su régimen jurídico serán determinados reglamentariamente.

Dicha previsión refleja que **el uso de la TRD no altera la naturaleza jurídica del instrumento financiero**, quedando los emitidos mediante la TRD sujetos al marco normativo aplicable a los instrumentos financieros. Asimismo, mantiene una posición de **neutralidad ante las distintas tecnologías subyacentes a la prestación de servicios financieros**, omitiendo cualquier referencia explícita a las diferentes tecnologías sobre las que se pueden realizar las actividades de emisión, registro, transmisión y otras actuaciones de gestión de instrumentos financieros.

3.1.2 Representación y registro de los valores negociables representados mediante sistemas basados en la TRD

Se prevé **la aplicación de las disposiciones contenidas en el capítulo II (De los valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta) a los valores negociables registrados o representados mediante sistemas basados en la TRD** cuyos términos y condiciones de emisión, en lo que respecta al registro, transmisión y forma de representación de los valores, prevean la aplicación de la nueva normativa al respecto, siempre que dicho acuerdo sea válido de conformidad con la ley aplicable al emisor y a la ley aplicable a los términos y condiciones de la emisión.

En ausencia de mención expresa en el documento de emisión, las disposiciones del mencionado capítulo II también serán de aplicación cuando el emisor (i) tenga su domicilio social en territorio español o (ii) designe una única entidad responsable de la administración de la inscripción y registro de los valores en el sistema con domicilio social en territorio español.

En caso de **representación por medio de sistemas basados en la TRD**, la entidad emisora deberá asegurarse de que dichos sistemas (i) garanticen la **integridad e inmutabilidad de la emisión** en los registros que se produzcan, y (ii) permitan **identificar de forma directa e indirecta** a los **titulares** de los derechos sobre los valores negociables, así como la **naturaleza, características y número** de estos últimos. Asimismo, la entidad emisora deberá contar con un **plan de continuidad de la actividad**, así como un **plan de contingencia** que describa los sistemas de respaldo de los datos en caso de fallo en el sistema de representación basado en la TRD. En cualquier caso, los titulares de los derechos sobre

los valores negociables representados mediante sistemas basados en la TRD tendrán acceso a la información correspondiente a los mismos, así como a las operaciones sobre los valores por estos realizados.

Como en el caso de los valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta, la **entidad emisora** de los valores negociables representados por sistemas basados en la TRD deberá (i) **elaborar un documento** en el que conste la **información necesaria** para la **identificación de los valores negociables** integrados en la emisión y los **sistemas en los que se registren los valores**, y (ii) **depositar** una copia de dicho documento y de cualquiera de sus modificaciones **ante la(s) entidad(es) responsables de la administración de la inscripción y registro** de los valores negociables en los sistemas basados en la TRD.

La **entidad encargada del registro** de los valores negociables representados por medio de sistemas basados en la TRD será **el propio emisor** o **aquella designada por el emisor en el documento de emisión**, bien mediante la atribución de estas funciones a una entidad o entidades específicas, bien mediante la descripción de los requisitos que dichas entidades deban cumplir para poder tener tal consideración.

La **modificación** de la forma de representación de los valores negociables representados por medio de sistemas basados en la TRD se realizará (i) según lo previsto en el **plan de continuidad o en el plan de contingencia** y, de **no estar previsto, previa autorización de la CNMV**, en caso de cambio de la representación mediante sistemas basados en la TRD a anotaciones en cuenta o a títulos; y (ii) según los **titulares vayan prestando su consentimiento** a la transformación, en caso de cambio de la representación mediante títulos o anotaciones en cuenta a cualquier sistema basado en la TRD.

La **responsabilidad del cumplimiento de los requisitos** mencionados relativos a la representación y registro **recaerá sobre las infraestructuras de mercado autorizadas por la CNMV** de conformidad con la normativa europea aplicable.

3.1.3 Constitución y transmisión de los valores negociables representados mediante sistemas basados en la TRD

En cuanto a la **constitución**, los valores negociables representados por medio de sistemas basados en la TRD se constituirán como tales mediante su **primer registro en dichos sistemas**, en favor del emisor o de los suscriptores de los valores. Cuando dicha constitución se realice mediante la primera inscripción a favor del emisor, la puesta en circulación de los valores negociables se producirá en virtud de su registro en el correspondiente sistema a favor de los suscriptores de dichos valores.

La **transmisión** tendrá lugar mediante la transferencia registrada en el registro distribuido, y su registro a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la entrega de los títulos. Su oponibilidad, suscripción y transmisión, constitución de derechos reales y legitimación se regulan en el Proyecto de Ley en los mismos términos ya previstos en el vigente TRLMV para valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta.

Sin embargo, el Proyecto de Ley prevé que la **legitimación** para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores negociables representados por medio de sistemas basados en la TRD

se acredite mediante la implementación de funcionalidades en dichos sistemas sobre la base de las cuales quede probada de forma indubitable la titularidad de los derechos de que se trate. El documento de emisión detallará los mecanismos implementados por el sistema de representación basado en la TRD de que se trate, a través de los cuales se pruebe la titularidad de los derechos sobre los valores negociables representados en dicho sistema.

3.1.4 Régimen de supervisión, inspección y sanción

Las entidades responsables de la administración de la inscripción y registro de los valores negociables representados mediante sistemas basados en la TRD quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido en el Proyecto de Ley a cargo de la CNMV.

En cuanto al régimen sancionador, tendrán la consideración de **infracciones graves** aquellas relativas a:

1. **La representación de valores negociables:** (i) el incumplimiento por las entidades responsables de la administración de la inscripción y registro de los valores negociables representados mediante sistemas basados en la TRD del requerimiento de autorización de la CNMV para la reversión de la representación de valores; (ii) la atribución por parte de la emisora de la responsabilidad de administración de la inscripción y registro de los valores en los sistemas de presentación basados en la TRD a una entidad distinta de las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas para realizar esta actividad o de los depositarios centrales de valores; y (iii) la gestión defectuosa o irregular de las emisiones por parte de las entidades responsables.

Estas infracciones tendrán la consideración de **muy graves** cuando se produzca un daño patrimonial a una pluralidad de inversores o cuando la conducta no tenga carácter ocasional o aislado.

2. **Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores:** el incumplimiento de las normas sobre registro de valores por entidades responsables de la administración de la inscripción y registro de los valores negociables representados mediante sistemas basados en la TRD.

Esta infracción tendrá la consideración de **muy grave** cuando se produzca un daño patrimonial a una pluralidad de inversores.

3.2 MODIFICACIONES PARA LA APLICACIÓN DEL REGLAMENTO SOBRE CRIPTOACTIVOS

3.2.1 Designación de CNMV como autoridad competente

Se designa a la CNMV autoridad competente para la **supervisión del cumplimiento** del Reglamento sobre criptoactivos y, en su caso, la **autoridad de coordinación e intercambio de información** del mencionado Reglamento. Así, la CNMV será responsable competente para la supervisión de la emisión, oferta y admisión a negociación de determinados criptoactivos que no sean instrumentos financieros.

3.2.2 Régimen de infracción y sanción

Con el objeto de que la CNMV pueda ejercer las facultades que le confiere el Reglamento sobre criptoactivos, el Proyecto de Ley introduce también el régimen sancionador aplicable, que puede resumirse como sigue.

El régimen de infracciones tipifica como **infracciones graves** los incumplimientos de las obligaciones relativas a (i) la emisión y oferta pública de criptoactivos distintos de fichas referenciadas a activos o fichas de dinero electrónico que no sean instrumento financiero, (ii) las fichas referenciadas a activos, (iii) las actuaciones de los proveedores de servicios de criptoactivos, (iv) el abuso de mercado en relación con criptoactivos y (v) la falta de cooperación o el desacato en una investigación, inspección o solicitud de las entidades de contrapartida central.

Dichas **infracciones** serán consideradas **muy graves** cuando se cumplan las siguientes circunstancias: (a) se haya puesto en grave riesgo el correcto funcionamiento del mercado primario de valores, (b) se realice la colocación de emisiones de criptoactivos sin atenerse a las condiciones básicas publicitadas, omitiendo datos relevantes o incluyendo inexactitudes o datos que induzcan a engaño en la citada actividad publicitaria, (c) se produzca el ejercicio, no meramente ocasional o aislado, por los proveedores de servicios de criptoactivos de actividades sin autorización o, en general, ajenas a su objeto social, y (f) se incumpla la obligación de establecer y mantener los mecanismos, sistemas y procedimientos para prevenir, detectar y notificar las órdenes u operaciones sospechosas de constituir abuso de mercado.

En cuanto al **régimen sancionador** aplicable a dichas infracciones, el importe de la multa variará en función de la tipología de la infracción y de la condición del sujeto infractor (i. e., persona física o jurídica), y será determinado en función de los beneficios obtenidos o las pérdidas evitadas como resultado de la infracción, el volumen de negocios total durante el ejercicio precedente o por remisión a los importes fijos establecidos en el Proyecto de Ley.

4. MODIFICACIONES RELEVANTES EN MATERIA INSTITUCIONAL Y EN EL RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN

4.1 RÉGIMEN INSTITUCIONAL DE LA CNMV

Como principales novedades, el Proyecto de Ley **subraya la autonomía orgánica y funcional de la CNMV**, estableciendo expresamente su deber de actuar con plena independencia de las instituciones del Estado y de cualquier otra persona o entidad pública o privada, así como la prohibición de que instituciones del Estado u otras entidades públicas o privadas traten de presionar o dar instrucciones al Consejo de la CNMV o a su personal o de que estos recaben o acepten instrucciones de aquellas.

En la misma línea de reforzar la independencia de la CNMV, el Proyecto de Ley **suprime el hasta ahora vigente recurso de alzada ante el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital** frente a las sanciones de la CNMV y respecto de resoluciones de esta en materia de intervención y sustitución de administradores.

En cuanto al personal, y vinculado también a la independencia de la CNMV, el Proyecto de Ley permite expresamente que cubra sus vacantes al margen de la oferta de empleo público.

En lo que se refiere a la competencia normativa de la CNMV, el Proyecto de Ley mantiene la competencia de esta para aprobar Circulares y aclara que están sujetas a los trámites de audiencia y consulta pública previa, así como al dictamen del Consejo de Estado. También se mantiene su capacidad para publicar guías técnicas en materia supervisora.

Por lo que se refiere al Consejo de la CNMV, la composición sigue siendo la misma, esto es, presidente, vicepresidente y tres consejeros nombrados los dos primeros por el Gobierno y los tres últimos por el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, así como los dos consejeros natos actuales, el/la secretario/a general del Tesoro y Financiación Internacional y el/la subgobernador/a del Banco de España.

La principal novedad en este punto, más allá de establecer normativamente que **la composición del Consejo atenderá al principio de presencia equilibrada de mujeres y hombres**, “salvo por razones fundadas y objetivas, debidamente motivadas”, es que el Proyecto de Ley **amplía el mandato del presidente, vicepresidente y consejeros no natos de la CNMV de cuatro a seis años, sin posibilidad de reelección**. La **renovación se hará parcialmente cada dos años**. Para los **actuales presidente y vicepresidenta**, se prevé en las disposiciones transitorias la **posibilidad de renovar mandato** al término del actualmente en vigor **por un periodo no superior a dos años**. El citado principio de **presencia equilibrada de mujeres y hombres**, salvo por razones debidamente motivadas, se aplica igualmente a la **composición del Comité Consultivo de la CNMV**, cuya composición (en cuanto a representantes del sector) no se ve alterada por el Proyecto de Ley.

4.2 RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN

Las principales novedades en este ámbito resultan de la trasposición de la Directiva (UE) 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, así como de la aplicación del Reglamento (UE) 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros, y, en su caso, del Reglamento UE (todavía en tramitación) relativo a los mercados de criptoactivos y sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero. El Proyecto de Ley introduce infracciones y sanciones en esas materias, así como aspectos concretos de las potestades de supervisión (ya comentadas en el anterior apartado 3, en lo que se refiere a los criptoactivos). No obstante, gran parte de los aspectos de supervisión, inspección y sanción relativos a supervisión prudencial de ESI se encontraban ya regulados en el texto vigente, aunque referidos al régimen anterior, que las ESI compartían con las entidades de crédito (esto es, el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión).

Junto con lo anterior, el Proyecto de Ley —al igual que en múltiples otros extremos de la norma, como ya se ha comentado— **descongela el rango legal de muchos aspectos de la supervisión, inspección y sanción**, que pasan a estar regulados en el proyecto de real decreto por el que se desarrollan las potestades y facultades administrativas de la CNMV (“PRDP”).

De este modo, **se reservan al Proyecto de Ley la regulación del régimen de supervisión e inspección y sus disposiciones generales, los aspectos esenciales de las relaciones entre la CNMV y otras autoridades** (nacionales, de la Unión Europea y de países terceros), **así como el régimen general relativo a las supervisión prudencial**. También se mantiene en el Proyecto de Ley **el régimen sancionador**, en lo relativo a sus disposiciones generales, a la tipificación de las infracciones y a la regulación y cuantificación de las sanciones.

Por su parte, **pasarán a regularse en el PRDP los registros oficiales de la CNMV y la cooperación con otras autoridades**, así como las disposiciones concretas en materia de supervisión, en particular, **el ámbito subjetivo y objetivo de la función supervisora** (incluidas las especialidades en materia de supervisión prudencial de las ESI), **la colaboración con otras autoridades supervisoras y las obligaciones de información y publicación de la CNMV y sobre solvencia de las ESI**.

Como novedades más significativas en régimen de supervisión, inspección y sanción, el Proyecto de Ley mantiene las competencias de la CNMV en materia de publicidad tanto de las actividades reguladas en la ley como de criptoactivos (según ya se ha comentado anteriormente) u otros activos e instrumentos presentados como objeto de inversión que no se encuentren regulados; pero incorpora, además, una **obligación de buscadores de internet, redes sociales y medios de comunicación de recabar información sobre la autorización (o falta de ella) de los anunciantes de instrumentos financieros o servicios de inversión** al público en general que pretendan anunciarse a través de aquellos, y de comprobar que los anunciantes no se encuentran en las listas de entidades advertidas por la CNMV u otros supervisores extranjeros. También prevé que la CNMV ponga a disposición de las citadas entidades la información necesaria para realizar dichas comprobaciones y una infracción muy grave para el caso de incumplimiento.

En lo que se refiere a la legislación aplicable al procedimiento sancionador, cabe destacar que el Proyecto de Ley cita expresamente como aplicable el Real Decreto 2119/1993, de 3 diciembre, sobre el procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros, Real Decreto que, aunque la CNMV venía aplicando en todo cuanto no se opusiese a la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, otros supervisores financieros lo consideran derogado por esta última.

Por lo demás, la **regulación de infracciones y sanciones** del Proyecto de Ley, aunque no cambia apenas en cuanto a los tipos y sanciones ya existentes, **mejora bastante en cuanto a sistematización de las infracciones y tipificación, clasificándolas en artículos distintos en función de la normativa sustantiva que se incumple o el sujeto infractor, y estableciendo en cada artículo la distinción entre infracciones muy graves o graves**. Sin perjuicio de lo anterior, el Proyecto de Ley todavía emplea términos o expresiones excesivamente genéricos para distinguir entre los tipos graves o muy graves, como los de incumplimientos *“no meramente ocasionales o aislados”*, *“significativos”*, *“de manera reiterada”*, *“número de inversores afectado significativo”* o similares.

En todo caso, el Proyecto de Ley sigue remitiéndose para la definición del tipo a otras normas, generalmente de Derecho de la Unión (ventas en corto, abuso de mercado, etc.), delimitando aquel como el *“incumplimiento de la obligación prevista en la norma”* correspondiente.

En cuanto a las infracciones leves, se mantiene la estructura actual y el tipo residual de “*infracciones de preceptos de obligada observancia que no constituyan infracción grave o muy grave*”.

Como novedad, se establece la **prescripción de las infracciones graves en cuatro años, frente a los cinco años que establece el TRLMV vigente** (que iguala la prescripción de las infracciones graves y muy graves en cinco años). La **prescripción de las infracciones muy graves y leves se mantiene por el Proyecto de Ley en cinco y tres años** respectivamente.

Respecto a las sanciones, el Proyecto de Ley mantiene la posibilidad para la CNMV, en infracciones muy graves y graves, de imponer una o varias de las sanciones que prevé la propia norma, principalmente multa (en función del beneficio, recursos propios, fondos utilizados, volumen de negocios o a tanto alzado), suspensión o limitación de volumen de operaciones o actividades, suspensión de la condición de miembro del mercado o SMN, exclusión de negociación, revocación o suspensión de autorización o prohibición de iniciar actividades en territorio español, suspensión del cargo de administración e inhabilitación, restitución de beneficios o pérdidas evitadas, prohibición de negociar por cuenta propia, amonestación pública o privada, etc. El Proyecto de Ley no aclara, por tanto (como tampoco lo hacía el TRLMV) los supuestos y modalidades para el ejercicio de esa potestad, a pesar de la gran variedad y amplitud de las sanciones posibles.

Las horquillas de sanciones para entidades o quienes ejerzan cargos de administración y dirección en tipos graves y muy graves siguen siendo las mismas en líneas generales, estableciéndose diferencias similares a las de la normativa actual para las sanciones en materias de información periódica de emisores, de participaciones significativas y autocartera, de agencias de calificación crediticia, de índices de referencia, de requisitos prudenciales de ESI, de abuso de mercado, de mejora de liquidación de valores y DCV, de documentos de datos fundamentales, de transparencia de operaciones de financiación de valores y de folletos. Se introducen sanciones graves y muy graves para los nuevos tipos relativos a criptoactivos y resiliencia operativa digital del sector financiero, ya comentados en el anterior apartado 3.

Como novedad, el Proyecto de Ley **extiende la posibilidad excepcional de limitar las infracciones leves a un requerimiento al presunto responsable a cualquier tipo de infracción leve**, y no solo al incumplimiento de normas de conducta en el marco de una relación de clientela de las ESI.

Se mantiene igualmente la publicación de las sanciones graves y muy graves en el *Boletín Oficial del Estado*, con naturaleza no sancionadora (distinta, por tanto, de la sanción de amonestación pública).

5. OTRAS NOVEDADES DEL PROYECTO DE LEY

- (A) **Canales de denuncia de ESI:** se introduce la novedad de que los “interlocutores sociales” (i. e., sindicatos) puedan “facilitar” los procedimientos para las notificaciones de presuntas infracciones, siempre que ofrezcan la misma protección prevista hasta la fecha en la normativa vigente sobre canales de denuncia.
- (B) **Servicios de reclamaciones de la CNMV:** se mantiene su consideración como entidad de resolución alternativa de litigios en el ámbito del mercado de valores hasta la creación de la

autoridad única competente para la resolución de litigios de consumo en el sector financiero. Se añade también al Banco de España.

- (C) **Eliminación de la obligación para los intermediarios financieros de mantener el sistema de información al DCV** para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores (el denominado PTI, establecido en 2017). El Proyecto de Ley establece un plazo de dos años para que los DCV y las infraestructuras de mercado y entidades participantes se adapten a la supresión de la obligación de disponer de PTI prevista en los vigentes artículos 114 a 116 del TRLMV. El Proyecto de Ley considera que el PTI quedó superado por la normativa de la Unión Europea posterior, que permite la trazabilidad de las operaciones y que, además de las cargas que supone, puede constituir una barrera de entrada a inversores europeos y de terceros países. No obstante, se establece un periodo transitorio de dos años para la adaptación ante los costes de modificación de los sistemas y las dificultades para llevar los registros de detalle.

6. ABOGADOS DE CONTACTO



Isabel Aguilar
+34915860365
isabel.aguilar@uria.com



Pilar Llesma
+34915860562
pilar.llesma@uria.com



Miguel Martínez Gimeno
+34915860450
miguel.martinez.g@uria.com



Enrique Nieto
+34915870909
enrique.nieto@uria.com



Gabriel Núñez
+34915860354
gabriel.nunez@uria.com



Javier Redonet
+34915860108
javier.redonet@uria.com



Manuel Vélez
+34915860160
manuel.velez@uria.com



Alfonso Ventoso
+34915860180
alfonso.ventoso@uria.com

