

**INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y TECNOLOGÍA DE
REGISTROS DISTRIBUIDOS EN EL PROYECTO
DE LEY DE LOS MERCADOS DE VALORES
Y DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN:
CUESTIONES DE DERECHO APLICABLE**

Pedro Alberto DE MIGUEL ASENSIO *

Publicado en:

La Ley Unión Europea,

Número 107, octubre 2022, pp. 1-6

ISSN 2255-551X

* Catedrático de Derecho internacional privado
Facultad de Derecho
Universidad Complutense de Madrid
E- 28040 MADRID
pdmigue@ucm.es

*Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://eprints.ucm.es>*

Instrumentos financieros y tecnología de registros distribuidos en el Proyecto de Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión: cuestiones de Derecho aplicable

Financial Instruments and Distributed Ledger Technology in the Draft Securities Markets and Financial Services Act: Applicable Law Issues

Pedro Alberto de Miguel Asensio
Catedrático de Derecho internacional privado
Universidad Complutense de Madrid

SUMARIO: El Proyecto de Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión contempla la emisión de instrumentos financieros mediante la utilización de tecnología de registros distribuidos. Esta contribución analiza cómo el artículo 5.1 del Proyecto aborda el ámbito de aplicación espacial de sus normas en esa materia y otras cuestiones que se suscitan con respecto a la determinación de la ley aplicable en las situaciones transfronterizas.

PALABRAS CLAVE: Criptoactivos, Blockchain, Instrumentos Financieros, Ley Aplicable,

ABSTRACT: The new Draft Securities Markets and Financial Services Act clarifies that its scope includes financial instruments based on distributed ledger technology. Article 5(1) of the Draft Act, which addresses the territorial scope of application of the specific rules on financial instruments based on distributed ledger technology, is discussed in the broader context of the applicable law issues that arise in this field.

KEYWORDS: Crypto-assets, Blockchain, Financial Instruments, Applicable Law

I. Introducción

1. Elemento destacado del Proyecto de Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (PLMVISI o el Proyecto)¹ es la aclaración expresa de que la emisión utilizando tecnología de registros distribuidos (TRD) u otras tecnologías similares no afecta a la eventual calificación de los instrumentos financieros como tales, a los efectos de quedar sometidos al régimen previsto en esa Ley, con independencia de que el uso de tales tecnologías pueda requerir ciertas particularidades normativas, que en su mayor parte se remiten al ulterior desarrollo reglamentario (art. 2, apdos. 2 y 3 PLMVISI).

2. Se trata de una previsión muy relevante habida cuenta de la expansión del uso de las tecnologías de cadenas de bloques o blockchain en el ámbito financiero² y que se corresponde con

¹ Boletín Oficial de las Cortes Generales, Serie A, 12 de octubre de 2022, Núm. 114-1, pp. 1-188.

² *Vid.* Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2022 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y

la evolución del ordenamiento de la UE, en particular, la revisión de la definición de instrumento financiero en la Directiva 2014/65/UE³ y el limitado ámbito de aplicación de la Propuesta de Reglamento MiCA, centrada en los criptoactivos que no son instrumentos financieros y quedan fuera de la legislación vigente de la UE en materia de servicios financieros.⁴

3. Por otra parte, es conocido que entre las cuestiones más complejas e inciertas del régimen de los criptoactivos se encuentran las que tienen que ver con la determinación de la ley aplicable en las situaciones transfronterizas. Desde esta perspectiva reviste singular interés la introducción en el Proyecto de una disposición peculiar relativa al ámbito de aplicación territorial de algunas de sus normas respecto de los valores negociables registrados o representados mediante sistemas basados en TRD. Ciertamente, el artículo 5.1 PLMVSÍ es una disposición singular, que incorpora criterios de conexión sugeridos de manera recurrente como apropiados para determinar la ley aplicable a determinadas cuestiones relativas a los criptoactivos⁵, si bien lo hace en términos que suscitan numerosos interrogantes.

II. Artículo 5.1 del Proyecto de Ley: contexto y significado

4. Por una parte, el Proyecto mantiene con ciertos añadidos (cuyo análisis queda al margen de esta reseña) la norma del vigente texto refundido de la Ley del Mercado de Valores sobre su ámbito de aplicación, con su tradicional configuración unilateral. Efectivamente, el artículo 3.1 PLMSVSI, bajo la rúbrica “Ámbito de aplicación” e integrado en el capítulo I (“Objeto y ámbito de aplicación de la ley”) de su título I (“Disposiciones generales”), establece:

“Las disposiciones de esta ley serán de aplicación a todos los instrumentos financieros cuya emisión, registro, negociación, comercialización, compensación o liquidación tenga lugar en territorio nacional, a las empresas de servicios de inversión domiciliadas en España, a las empresas de asesoramiento financiero nacionales, a los organismos rectores de los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (en adelante, SMN) o sistemas organizados de contratación (en adelante, SOC) domiciliados en España, a las entidades de contrapartida central domiciliadas en España, a los depositarios centrales de valores domiciliados en España o que presten servicios en España y a los proveedores de suministros de datos domiciliados en España.”

5. Por otra parte, la novedad más significativa a este respecto es que al inicio del capítulo II (“De los valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta”) del mencionado título I se inserta ahora una nueva norma bajo la misma rúbrica de (“Ámbito de aplicación”). Se trata del artículo 5.1 PLMSVSI, según el cual:

por el que se modifican los Reglamentos (UE) n° 600/2014 y (UE) n° 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE, DOUE, L 151, de 2 de junio de 2022, pp. 1-33.

³ Propuesta de 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. COM(2020) 596 final.

⁴ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937. COM/2020/593 final.

⁵ *Vid., v.gr.*, el Anexo I del documento de la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado, “Developments with respect to PIL implications of the digital economy, including DLT”, Prel. Doc. No 4 of November 2020, <<https://assets.hcch.net/docs/8bdc7071-c324-4660-96bc-86efba6214f2.pdf>> (consultado el 24 de septiembre de 2022).

“1. Las disposiciones de este capítulo serán también de aplicación a aquellos valores negociables registrados o representados mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos cuyos términos y condiciones de emisión, en lo que respecta al registro, transmisión y forma de representación de los valores, prevean la aplicación de esta ley, 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 de este capítulo también serán de aplicación, en lo que respecta al registro, transmisión y forma de representación de los valores, a aquellos valores registrados o representados mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos cuando el emisor tenga su domicilio social en territorio español o, cuando el emisor designe una única entidad responsable de la administración de la inscripción y registro de los valores en el sistema, cuando dicha entidad tenga su domicilio social en territorio español.”

6. Con respecto a la interacción entre estas dos normas, cabe afirmar que el artículo 5.1 no menoscaba que con carácter general el artículo 3.1 resulta determinante del ámbito territorial de aplicación del PLMVSI también con respecto a los valores negociables registrados o representados mediante sistemas basados en TRD (sin perjuicio de lo dispuesto específicamente en el art. 5.1 con respecto a las normas del capítulo en el que se inserta). Así lo impone el fundamento del artículo 3.1 y su vinculación con la función de protección de los inversores en el mercado español que desempeñan las normas reguladoras del mercado de valores, de modo que su ámbito de aplicación se proyecta necesariamente sobre el conjunto de los instrumentos financieros con independencia de la tecnología mediante la que se emitan.

7. Acerca del significado del artículo 5.1 PLMVSI, de su redacción se desprende que pretende establecer un régimen específico acerca del ámbito de aplicación espacial de las normas del capítulo II del título I en lo que respecta al registro, transmisión y forma de representación de los valores negociables registrados o representados mediante sistemas basados en TRD. Respecto de esas cuestiones relativas a tales valores, entre las que se incluyen también su constitución y puesta en circulación, el nuevo artículo 5.1 complementaría el criterio general del artículo 3.1, cumpliendo también una función similar a la de éste en lo relativo a su interacción con el artículo 10.3 del Código Civil, según el cual: “La emisión de los títulos valores se atenderá a la ley del lugar en que se produzca”. La inclusión de un régimen específico en lo relativo al ámbito territorial de aplicación de la legislación española viene en este caso motivada por la especificidad de la TRD y las particulares dificultades que plantea respecto de la determinación de la legislación nacional que resulta aplicable.

III. Criterios de conexión

8. En lo relativo a los criterios de conexión, el artículo 5.1 PLMVSI diferencia básicamente dos situaciones, en función de que los términos y condiciones de la emisión incluyan o no una previsión expresa acerca de la aplicación de las normas del capítulo II del título I en lo que respecta al registro, transmisión y forma de representación de los valores negociables registrados o representados mediante sistemas basados en TRD.

9. En primer lugar, la norma admite, como novedad, el juego en este concreto ámbito de la autonomía de la voluntad, si bien sometida a restricciones significativas, en la medida en que únicamente permite que sea el fundamento para la aplicación de las normas del PLMVSI sobre registro, transmisión y forma de representación de los valores negociables registrados o

representados mediante sistemas basados en TRD cuando la elección expresa de esas normas en el documento de emisión sea válida “de conformidad con la ley aplicable al emisor y a la ley aplicable a los términos y condiciones de la emisión”. La interpretación del cumplimiento de esos dos requisitos no estará exenta de dificultades en la práctica, en la que además lo habitual será que cuando se realice una elección de ese tipo al menos uno de esos dos elementos se localice también en España. Con respecto al primero de estos condicionantes, desde la perspectiva de la seguridad jurídica parecería deseable que la norma no se limitara a decir “la ley aplicable al emisor” sino que explicitara qué criterio -o criterios- determinan cuál es la ley aplicable al emisor.

10. Por otra parte, la formulación unilateral de la norma en la que se inserta la posibilidad de elección de las normas aplicables deja abierta su eventual bilateralización, que llevaría a considerar admisible la elección de las normas sobre el particular de otro país, cuando se cumplan esas mismas exigencias. Se trata de un planteamiento, coherente con la admisión de la autonomía de la voluntad como fundamento de la aplicación del régimen español, que el primer inciso del segundo párrafo del artículo 5.1 parece avalar, en la medida en que solo establece cuándo procede la aplicación de las normas relevantes del PLMVISI “en ausencia de mención expresa en el documento de emisión”.

11. En defecto de elección expresa conforme al párrafo primero del artículo 5.1, el párrafo segundo prevé la aplicación de las normas relevantes del PLMVISI “cuando el emisor tenga su domicilio social en territorio español o, cuando el emisor designe una única entidad responsable de la administración de la inscripción y registro de los valores en el sistema, cuando dicha entidad tenga su domicilio social en territorio español”. Esta norma unilateral emplea dos criterios de conexión con una imprecisa formulación alternativa que puede generar incertidumbre y riesgos de aplicación cumulativa de regímenes. Por ejemplo, tal podría ser el caso en situaciones en las que si bien el emisor tiene su domicilio en España designa una única entidad responsable de la administración de la inscripción y registro de los valores en el sistema TRD cuyo domicilio se encuentra, por ejemplo, en otro Estado miembro de la UE. Esa imprecisa formulación unilateral y alternativa contrasta con la redacción de las normas de conflicto específicas introducidas en otros sistemas, como sucede, por ejemplo, aunque respecto de un objeto parcialmente distinto, con la sección 32 de *la Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren* alemana de 3 de junio 2021.⁶

IV. Alcance

12. El alcance del artículo 5.1 del PLMVISI, que se limita a concretar el ámbito de aplicación de las normas del capítulo II del título I en lo que respecta al “registro, transmisión y forma de representación” de los valores negociables registrados o representados mediante sistemas basados en TRD, determina que en principio no regule otras controvertidas cuestiones sobre ley aplicable que se plantean en relación con tales valores negociables o con el funcionamiento de los sistemas basados en TRD.

13. Por ejemplo, con respecto a estos últimos, hay que tener en cuenta que el PLMVISI no regula las cuestiones de ley aplicable relativas a los aspectos generales del funcionamiento y gobierno de los sistemas basados en TRD en los que se registren los valores⁷ (cuestión que debe

⁶ *Bundesgesetzblatt*, 2021 Teil I Nr. 29, 9 de junio de 2021, p. 1431.

⁷ Una aproximación al respecto puede verse en A. Dickinson, “Cryptocurrencies and the Conflict of Laws”, D. Fox y S. Green (eds.) *Cryptocurrencies in Public and Private Law*, Oxford, OUP, pp. 93-137, pp. 100-118.

diferenciarse del régimen de las entidades responsables de la administración de la inscripción y registro de los valores en tales sistemas, al que va referido el art. 8.4 PLMVSI). Esa constatación es compatible con la imposición en el PLMVSI a las entidades emisoras que elijan tales sistemas de la exigencia, entre otras, de asegurarse de que tales sistemas garanticen la integridad e inmutabilidad de la emisión en los registros y 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 los mismos (art. 6.5 PLMVSI), junto con la obligación también de informar en el documento de emisión sobre los aspectos principales del funcionamiento y gobierno de los sistemas en los que se registran los valores, así como de los planes de continuidad y contingencia de la entidad emisora (art. 7.4).

14. Tampoco incluye en su alcance el artículo 5.1 del PLMVSI la determinación de la ley aplicable a los derechos reales sobre tales activos digitales, pese a que el capítulo II del título I del PLMVSI contenga ciertas normas materiales al respecto, en particular acerca de la constitución de derechos reales sobre valores negociables representados por medio de sistemas basados en TRD y su oponibilidad a terceros (art. 12).

15. En línea con la interpretación tradicional de las normas unilaterales delimitadoras del ámbito de aplicación en el espacio de la legislación española sobre mercados de valores, cabe entender que una norma como el artículo 5.1 del PLMVSI no desplaza al artículo 10.1 del Código civil ni eventualmente a otras normas con reglas de conflicto especiales en materia de derechos reales. Esta constatación no impide apreciar que en el caso de los valores negociables registrados o representados mediante sistemas basados en TRD la incertidumbre acerca de la interpretación del punto de conexión empleado en el artículo 10.1 del Código civil (lugar de situación del bien) puede requerir el recurso a criterios adicionales para su concreción, contexto en el que lo dispuesto en una norma como el artículo 5.1 del PLMVSI podría alcanzar, en ausencia de normas específicas aplicables, también cierta relevancia como referente hermenéutico.