

CUNEF

**COLEGIO UNIVERSITARIO DE
ESTUDIOS FINANCIEROS**

**MÁSTER UNIVERSITARIO EN ACCESO A LA
PROFESIÓN DE ABOGADO (MUAPA)**

TRABAJO DE FINAL DE MÁSTER

MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS EN LA LÍNEA DE SALIDA HACIA UN NUEVO ESCENARIO REGULATORIO

**AUTORA: DÑA. LUCÍA ESCAURIAZA MEDINA
TUTOR: PROF. DR. D. JOSÉ DAVID ORTEGA RUEDA**

**CURSO ACADÉMICO 2021-2022
MADRID, 2 DE FEBRERO DE 2022**

RESUMEN

Dentro del Plan de Medidas sobre Finanzas Digitales de la Unión Europea, uno de los ejes centrales es aportar seguridad en los novedosos mercados de criptoactivos y en la utilización de tecnologías de registro descentralizado. En los últimos años se han hecho esfuerzos regulatorios en aras de potenciar las oportunidades que ofrecen y de proteger contra los riesgos que entrañan, ya que, a pesar de su similitud con los mercados financieros tradicionales, existen especificidades que no pueden obviarse.

El objetivo de la presente investigación reside en reunir y sistematizar los suficientes conocimientos a propósito de los mercados de criptoactivos y sobre los conceptos más relevantes de la materia. En concreto, el trabajo estará enfocado al estudio de las exigencias regulatorias para la autorización de los emisores o proveedores de servicios de criptoactivos, y para la emisión y oferta al público de dichos instrumentos, al igual que para su publicidad. La pretensión principal será justificar la necesidad de un cierto nivel de seguridad jurídica y de protección a los participantes de los mercados, al igual que de prevención de blanqueo de capitales y abuso de mercado.

Palabras clave: *Criptoactivos – mercados de criptoactivos – finanzas descentralizadas – mercados financieros – stablecoins – libro blanco de criptoactivos – publicidad de criptoactivos – abuso de mercado – blanqueo de capitales – finanzas digitales*

ABSTRACT

Within the European Union's Digital Finance Action Plan, one of the central pillars is to provide security in the new crypto-asset markets and in the use of decentralized registration technologies. In recent years, regulatory efforts have been made in order to enhance the opportunities they offer and to protect against the risks they entail, since, despite their similarity to traditional financial markets, there are particularities that can not be ignored.

The aim of this research is to gather and systematize sufficient knowledge on crypto-asset markets and on the most relevant concepts in the field. Concretely, the paper will focus on the study of the regulatory requirements for the authorization of issuers or service providers of crypto-assets, and for the public offering and issuance of such instruments, as well as for their advertising. The main intention will be to substantiate the need for a degree of legal certainty and protection for market participants, as well as the prevention of money laundering and market abuse.

Keywords: *Crypto-assets – crypto-asset markets – decentralized finance – financial markets – stablecoins – crypto-asset white paper – crypto-asset advertising – market abuse – money laundering – digital finance*

INDICE

ABREVIATURAS Y SIGLAS	5
INTRODUCCIÓN	6
1. LAS FINANZAS DESCENTRALIZADAS	11
1.1. CONCEPTO Y MARCO TEÓRICO.....	11
1.2. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LAS TECNOLOGÍAS DE REGISTRO DESCENTRALIZADO	13
1.3. LA ILUSIÓN DE DESCENTRALIZACIÓN	14
2. APROXIMACIÓN A LOS CRIPTOACTIVOS	17
2.1. ORIGEN, CONCEPTO Y NATURALEZA JURÍDICA	17
2.2. TIPOLOGÍAS Y SERVICIOS DE CRIPTOACTIVOS	21
2.3. EL MERCADO DE CRIPTOACTIVOS: PANORÁMICA GENERAL Y TENDENCIAS	25
2.4. LA RELEVANCIA DE LAS <i>STABLECOINS</i>	29
3. LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS	33
3.1. LA AUTORIZACIÓN DE LOS EMISORES Y LA EMISIÓN Y OFERTA PÚBLICA DE CRIPTOACTIVOS ...	34
3.1.1. OFERTA PÚBLICA DE CRIPTOACTIVOS DISTINTOS DE FICHAS REFERENCIADAS A ACTIVOS Y FICHAS DE DINERO ELECTRÓNICO	34
3.1.2. AUTORIZACIÓN Y OBLIGACIONES DE LOS EMISORES DE FICHAS REFERENCIADAS A ACTIVOS...	36
3.1.3. AUTORIZACIÓN DE EMISORES DE FICHAS DE DINERO ELECTRÓNICO.....	38
3.1.4. EL LIBRO BLANCO DE CRIPTOACTIVOS	39
3.2. LA PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE CRIPTOACTIVOS.....	41
3.2.1. AUTORIZACIÓN DE LOS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE CRIPTOACTIVOS SEGÚN MICA	41
3.2.2. EL REGISTRO DE PROVEEDORES DE SERVICIOS DE CRIPTOACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA....	43
3.3. LA PUBLICIDAD DE LOS CRIPTOACTIVOS	45
4. CONCLUSIONES	49
FUENTES	52
ANEXO I: DOCUMENTACIÓN REQUERIDA EN FUNCIÓN DEL TIPO DE PROVEEDOR DE SERVICIOS DE CRIPTOACTIVOS QUE SOLICITE LA INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO DEL BANCO DE ESPAÑA	63
ANEXO II: PUBLICACIÓN PROPIA: NUEVA CIRCULAR DE LA CNMV SOBRE PUBLICIDAD DE CRIPTOACTIVOS PRESENTADOS COMO OBJETO DE INVERSIÓN.	64

ABREVIATURAS Y SIGLAS

BCE	Banco Central Europeo
BdE	Banco de España
CNMV	Comisión Nacional de Mercado de Valores
DeFi	Finanzas Descentralizadas (en inglés, <i>Decentralized Finances</i>)
ESMA	Autoridad Europea de los Mercados de Valores
FGD	Fondo General de Depósitos
FOGAIN	Fondo de Garantía de Inversiones
ICO	Oferta Inicial de Criptoactivos (en inglés, <i>Initial Coin Offering</i>)
FED	Reserva Federal
FMI	Fondo Monetario Internacional
LPBCFT	Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.
MiFID	Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros
MiCA	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 (en inglés, “ <i>Markets in Crypto-Assets</i> ”)
TRD	Tecnología de registro descentralizado
UE	Unión Europea

INTRODUCCIÓN

No resulta irracional hoy en día que personas de nuestro entorno, ya sean de una clase social u otra, estén mas o menos cualificados, sean de nuestro propio país o no, inviertan en criptoactivos, o al menos lo hayan considerado aun de forma remota. Si echamos la vista atrás y nos situamos al inicio de los 2000, dicha situación habría sido impensable. Ni conocíamos lo que eran los criptoactivos, y mucho menos nos imaginábamos invertir en ellos o que su finalidad fuese otra que la que tenían por entonces.

Antes de convertirse en bienes de inversión y especulación, los criptoactivos servían para canalizar, de forma discreta y segura, las transacciones relativas a actividades delictivas, como el narcotráfico entre otras, escapando del control que los bancos centrales, gobiernos y otros organismos pueden ejercer sobre los movimientos financieros. Actualmente, el uso de criptoactivos enfocado a fines ilícitos constituye menos del 1% del total de los movimientos con criptoactivos, y la gran parte de este 1% se relaciona con estafas, por lo que su uso actualmente para fines mas graves, en números relativos, es prácticamente nulo. Parte de las personas que invierten en criptoactivos hoy en día lo hace en base al elemento pseudo anarquista que los convierte en una alternativa al sistema financiero y monetario tradicional, aunque la mayoría de los inversores simplemente atiende a su alta revalorización en los últimos años y potencial crecimiento gracias a una transparencia y seguridad en aumento.

En definitiva, lo que se buscó inicialmente con estos bienes era un medio de pago para facilitar intercambios de gran valor, de forma rápida y barata, pero se han convertido en un bien al alcance de todo aquel que posea unos mínimos conocimientos y capacidades económicas, y que mas que para realizar transacciones de gran valor, e incluso delictivas, se usan como bienes especulativos y de inversión para conseguir determinados rendimientos, que tal y como demuestra la experiencia, pueden resultar mas beneficiosos para el inversor que las inversiones en bolsa tradicional, por ejemplo.

No obstante, estos beneficios no son sin consecuencia alguna. La volatilidad y falta de control y gobierno de los criptoactivos conlleva unos riesgos que, de igual forma, pueden ser más catastróficos que los que surgirían de un colapso en los mercados financieros tradicionales.

Estos últimos se han regulado a conciencia desde el inicio de siglo, en particular desde que entorno a 2007 nos apresase una gran crisis económica y financiera que hizo desestabilizar las economías y mercados del mundo entero, y que hizo peligrar la confianza en las instituciones financieras. Con la llegada de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (en adelante, “MiFID”) y su normativa de desarrollo, se sentaron las bases regulatorias actuales de los mercados financieros y de la protección de los inversores, estableciendo unos parámetros de acceso a los mercados financieros, unos sistemas de gobernanza de los productos financieros y de protección a los inversores, todo ello basado en categorías de riesgo y evaluaciones de los movimientos financieros. Toda esta regulación, a pesar de las críticas recibidas, y de la complejidad que ha entrañado tanto para entidades financieras a la hora de prestar servicios, como para los inversores y consumidores a la hora de acceder a los productos, ha servido de freno para nuevas crisis sistémicas de los mercados.

No obstante, a pesar de la exhaustividad de MiFID, no se contempló en su día el potencial que han demostrado tener los criptoactivos y otros activos digitales, por lo que han sido necesarios nuevos desarrollos regulatorios en ciertas materias que, independientemente de su relación con los mercados financieros, no encajan dentro del alcance de MiFID.

Con la aparición y generalización de las inversiones en criptoactivos, los gobiernos y organismos institucionales temen que la desregulación y descentralización que los caracteriza desencadene nuevas crisis mundiales. El sistema financiero global se está reformulando y, a pesar de la multitud de beneficios que aportan, tal y como veremos en este estudio, también entrañan grandes riesgos que deben regularse, y por lo que

comprendemos que la descentralización en el sentido más estricto del concepto no es del todo posible, ni deseable.

Uno de los mecanismos que se están implantando en la UE de cara a afrontar estas nuevas tecnologías es la Estrategia de Finanzas Digitales para el sector financiero del mercado interior, que contiene entre sus objetivos, el de evitar que surjan obstáculos ante la llegada de nuevos procesos, protegiendo a los consumidores e inversores, y permitiendo y facilitando el uso de criptoactivos, de las cadenas de bloques (en adelante, y por su denominación de uso generalizado en el mercado, “*blockchain*”) y las tecnologías de registro descentralizado (en adelante, “TRD”).

Dentro de esta estrategia se encuentra la 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 (en adelante, “MiCA” o el “Reglamento”). Se prevé que su publicación y entrada en vigor llegue a principios del año 2022. En un comunicado de prensa del Consejo de la UE, de noviembre de 2021, se informaba de que, con la presentación de adendas a la propuesta del Reglamento publicada en 2020, iniciaría el diálogo para alcanzar los acuerdos políticos necesarios, hasta llegar a la adopción formal del Reglamento, que sentará un marco normativo que respalde la innovación y el potencial de estos instrumentos, preservando un cierto nivel de seguridad.

No obstante, el nuevo texto anticipa que la aplicación de MiCA no llegará hasta aproximadamente mayo o junio de 2024 (aunque para algunos preceptos, como las *stablecoins*, se anticiparía a 2023), pues a pesar de que se prevé su publicación en el primer semestre de 2022 y que los reglamentos sean de aplicación directa, este contará, como sucede habitualmente, con un periodo transitorio hasta ganar obligatoriedad. El proyecto pretende fomentar la regulación nacional, pues se prevé incluso que aquellos proveedores de criptoactivos que estén autorizados a nivel nacional de los Estados miembros podrán continuar con su actividad tras la entrada en vigor de MiCA. Es por eso por lo que desde la CNMV y el Banco de España se exige que España comience a esforzarse por contar con algo de ventaja. No se tienen grandes esperanzas desde la

industria pues otros países ya están actuando para desarrollar sus marcos regulatorios propios.

El objetivo de la presente investigación reside en sistematizar las ideas fundamentales para comprender el funcionamiento de los mercados de criptoactivos, así como las exigencias que los reguladores y supervisores imponen a los operadores económicos a la hora de prestar servicios en este ámbito –que abarca, entre otros aspectos, la emisión y oferta pública de criptoactivos–. Como observaremos a lo largo de este estudio, nuestra reflexión gira en torno a justificar la necesidad de reforzar la seguridad jurídica y proteger adecuadamente a los inversores, así como en prevenir prácticas indebidas como el blanqueo de capitales y el abuso de mercado.

Nos detendremos en primer momento en la explicación y análisis del fenómeno de las finanzas descentralizadas, estudiando el concepto y su funcionamiento, junto con las ventajas e inconvenientes que aportan, y atenuando la ilusión generalizada de descentralización. Seguidamente, nos adentraremos en el grueso del estudio, relativo a los mercados de criptoactivos, introduciendo sobre los conceptos esenciales y justificando la separación entre los instrumentos financieros tradicionales de aquellos basados en la encriptación. Por su trascendencia y las tendencias de los mercados y entidades participantes en ellos, continuaremos explicando los distintos servicios de criptoactivos existentes y la relevancia de las *stablecoins* en los mercados de criptoactivos.

Tras haber aportado detalle suficiente sobre las tecnologías de registro descentralizado y los mercados de criptoactivos, pasaremos a la sección mas práctica del trabajo, consistente en el análisis de la inminente regulación de los mercados de criptoactivos, analizando las exigencias regulatorias para la autorización de emisores de fichas referenciadas a activos y de emisores de fichas de dinero electrónico, como es la publicación del libro blanco de criptoactivos, para la autorización y condiciones de los proveedores de servicios de criptoactivos, y para las ofertas públicas de criptoactivos

distintas de las anteriores. Finalmente, se indagará de forma concisa en la novedosa regulación en España de la publicidad de criptoactivos.

1. LAS FINANZAS DESCENTRALIZADAS

1.1. Concepto y marco teórico

Las finanzas descentralizadas (en adelante, “DeFi”) pretenden dar un vuelco a los medios tradicionales de servicios financieros. Se trata de “*un conjunto de sistemas que permiten intercambiar valor (‘tokens’) de un punto A, a un punto B (entre monederos) sin intermediarios*”¹. Ello se da especialmente a través de tecnologías de *blockchain* o cadena de bloques. Estas tecnologías se traducen en bases de datos inmutables, que sirven de registro de todas las transacciones que se realizan en una misma red, manteniendo estos instrumentos y movimientos alejados del control de los gobiernos y de la regulación de los mercados. Dentro de este panorama, aparecen menos intermediarios, pero mas especializados, como pueden ser los custodios de claves criptográficas o los gestores de plataformas de DeFi².

Según el Banco Internacional de Pagos (en adelante, y por sus siglas en inglés, el “BIS”), este ecosistema se sustenta sobre dos pilares: de un lado, una serie de *protocolos innovadores* que están al servicio de negociar y llevar a cabo transacciones; y del otro, las *stablecoins*, concepto que desarrollaremos más adelante en su correspondiente epígrafe. Ambos elementos facilitan las transferencias de fondos con valores estables referenciados, normalmente a otras monedas fiat u otros criptoactivos³.

La aparición de las DeFi supone un cambio en los modelos adoptados y aceptados por las sociedades actuales, modificando la estructura de las relaciones financieras, pues cuando antes las instituciones bancarias tradicionales actuaban como intermediarios necesarios para las transacciones, ahora pueden los inversores basándose en modelos de DeFi relacionarse con los ahorradores sin necesidad de intermediarios. Gran parte de las veces la tecnología DeFi se basa en *smart contracts* (contratos inteligentes) que

¹ Finanzas descentralizadas. Preguntas frecuentes.

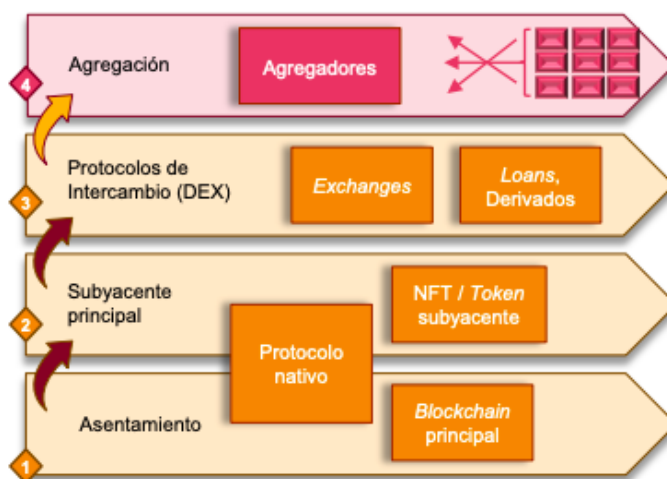
² A propósito de los custodios de claves criptográficas, su función estriba en administrar el ciclo de vida completo de dichas claves de cifrado, incluyendo su generación, archivo o eliminación, entre otras.

³ Bank of International Settlements. *DeFi risks and the decentralisation illusion*.

“autoejecutan acuerdos establecidos entre dos o más partes como resultado de que se cumplan una serie de condiciones específicas” a través de un programa informático⁴.

Fue en 1995 cuando Nick Szabo introdujo la idea de los *smart contracts* y las DeFi como solución alternativa a las transacciones y movimientos financieros tradicionales. Desde entonces se dieron diversas innovaciones relacionadas con estas nuevas tecnologías, sobretodo fundadas en sistemas de pago basados en registros descentralizados de las transacciones, hasta que, en 2009 surgió Bitcoin como la primera red apoyada en *blockchain*. No obstante, pasaron casi 20 años para que, en 2014, se expandiese el movimiento *blockchain* generalizando este novedoso ecosistema de finanzas descentralizadas, que desde entonces no ha cesado de expandirse.

Actualmente, estas tecnologías se encuentran en fase de maduración, y, en consecuencia, sujetas a constantes cambios, mejoras y correcciones. A modo de resumen sintetizado cabe explicar el funcionamiento de las tecnologías DeFi. Estas se articulan en sistemas compuestos por distintas capas, tal y como vemos en el siguiente esquema elaborado por PwC:



Modelo de funcionamiento sobre capas DeFi

Fuente: PwC

⁴ PwC. Finanzas & Criptoactivos.

En la primera capa de asentamiento se ejecuta el ecosistema financiero, garantizando que se puedan realizar los procesos de transacciones, y que está apoyada en la siguiente capa de subyacente principal que permite que se lleven a cabo dichas operaciones. La capa de protocolos de intercambio permite que los usuarios accedan a los subyacentes y realicen las operaciones que deseen. Finalmente, existe una capa de agregación, no indispensable, pero cuyo fin es mejorar la experiencia de los usuarios y simplificar los modelos⁵.

Este ecosistema se ha seguido desarrollando de forma exponencial, revalorizando los proyectos basados en *blockchain* mediante la creación de puentes entre estos nuevos modelos en los que se mueven los criptoactivos, objeto de este estudio, y las finanzas tradicionales, no sin entrañar de la misma forma inconvenientes o defectos indeseables.

1.2. Ventajas e inconvenientes de las tecnologías de registro descentralizado

Tal y como hemos venido avanzando, tanto las tecnologías de registro descentralizado como las DeFi en general, al igual que la tenencia e inversión en criptoactivos, ofrece unas llamativas ventajas, pero a su vez puede llegar a entrañar graves riesgos y consecuencias masivas en caso de fallos o usos erróneos.

En primer lugar, el sistema de cadena de bloques es especialmente seguro, por lo que la tasa de posibles fallas se reduce a niveles muy bajos, lo cual aporta seguridad en los movimientos que se realizan dentro del sistema. Asimismo, siendo esto el objetivo primordial de las DeFi, uno de los mayores beneficios es la reducción de intermediarios en las transacciones y, por ende, de los costes asociados al uso de estas tecnologías y de los instrumentos y movimientos objeto de ellas.

Una de las grandes ventajas que ofrecen es que, contrariamente a las finanzas tradicionales, las DeFi son accesibles a personas con menores ingresos, al ser soluciones mas económicas, y por el hecho de poder acceder a ellas desde cualquier dispositivo

⁵ *Loc. Cit.*

inteligente. Las aplicaciones sobre las que se sustentan son aplicaciones de “código abierto”, lo cual significa que todo usuario puede rastrear sus movimientos de forma transparente y con absoluto control.

No obstante, no todo son ventajas, pues es necesario en primer lugar que el usuario cuente con unos conocimientos mínimos de estas tecnologías, en concreto sobre determinados conceptos que pueden resultar un lenguaje paralelo al de una persona promedio, y sobre todo para el acceso a estas y sobre identidades digitales. Estas últimas son absolutamente necesarias para operar y para la adecuada gestión de las inversiones que se hagan sobre la base de la cadena de bloques. Es cierto que son funciones que pueden realizar terceros especialistas en la materia, pero eso supondría un mayor coste, lo cual contradice lo que planteábamos previamente como una ventaja.

Otro de los inconvenientes es que, a pesar de ser instrumentos que se caracterizan por su seguridad, esta no es infalible pues dependerá de factores como la codificación y la construcción de los movimientos y contratos, así como de la programación de su funcionamiento y algoritmos que los respalden.

Uno de los mayores desafíos es el que nos lleva a realizar el presente estudio: la falta de regulación, y la falta de un panorama claro de políticas que, a pesar de reducir la descentralización, potencien los beneficios de estas tecnologías y mitiguen sus posibles riesgos.

1.3. La ilusión de descentralización

Las DeFi son y pretenden mantenerse, valga la redundancia, descentralizadas. Ello es así tanto en las cadenas de bloques como de las aplicaciones que las soportan, pues están diseñadas para funcionar de forma autónoma. Por ejemplo, los resultados de dichas aplicaciones, aunque fuesen erróneos, no podrían ser alterados.

Tal y como apuntan desde el BIS, existe una “ilusión de descentralización” en estos modelos, pues es innegable que es necesario cierto nivel de gobernanza y centralización. Las DeFi aspiran a completar los modelos financieros tradicionales, pero actualmente su uso es de aplicación mínima en la economía real, por lo que su potencial disrupción en el sistema financiero actual es limitada por el momento.

En caso de aspirar a convertirse en un método aceptado y usado de forma común, debería cumplir y alcanzar determinadas condiciones y logros. En primer lugar, sería óptimo que se mejorara la escalabilidad de las cadenas de bloques, y que se alcanzara una mayor “tokenización” de valores tradicionales. Por otra parte, sería aconsejable que las autoridades nacionales pudiesen interactuar con las estructuras de gobernanza de los sistemas DeFi, lo cual tendría que estar correctamente regulado, de cara a salvaguardar cierta estabilidad financiera y protección de los inversores, así como fomentar la confianza y seguridad jurídica.

Todas las plataformas DeFi tienen marcos de gobernanza centralizados que definen cómo establecer prioridades estratégicas y operativas –por ejemplo, en lo que respecta a las nuevas líneas de negocio–. Ello constituye por lo tanto un elemento de centralización, normalmente a través de los titulares de las denominadas “fichas de gobernanza” que equivaldrían a los accionistas de las sociedades, pues son ellos quienes votan sobre las propuestas de las plataformas DeFi. Asimismo, unos actores similares son los validadores de transacciones, que son grandes poseedores de criptoactivos, y que favorecen la concentración del poder de decisión en las plataformas. Ello sucede igualmente cuando existen personas con información privilegiada a quienes se asigna también una parte sustancial de los criptoactivos iniciales de las cadenas de bloques. Dichas concentraciones pueden restringir la viabilidad del *blockchain*, ya que la cadena de bloques se puede ver alterada con fines económicos, y congestionada con operaciones artificiales o clandestinas. Este comportamiento de búsqueda de rentas elevadas, o de operaciones encubiertas, pueden ser perjudiciales para el resto de los

inversores comunes y podría erosionar el atractivo de las finanzas descentralizadas en el futuro⁶.

Por otro lado, la centralización es inevitable respecto de la necesidad de una regulación, ya que, en muchas ocasiones los actores que interactúan en las plataformas de DeFi no son localizables, no se encuentran en España, o ni siquiera en la Unión, por lo que cualquier conflicto podría quedar desamparado al quedar fuera de las competencias de la jurisdicción española o europea. Desde la CNMV advierten que las TRD conllevan riesgos específicos y que de momento no están reguladas ni supervisadas. De este modo, por ejemplo, el robo de las claves de acceso a las plataformas de criptoactivos podría suponer su pérdida de forma irremediable. Al tratarse de sistemas descentralizados no hay a quién remitirse, ni donde reclamar, ya que se trata de “*una máquina ejecutando un programa*”, apunta Miguel Ángel Domínguez, presidente de la Asociación Nacional de *Blockchain*⁷.

Por lo tanto, coincidimos en que la descentralización absoluta en estas tecnologías y plataformas no es ni posible ni deseada. El desconocimiento que existe y la falta de regulación hace que se sigan perdiendo oportunidades y que la maduración de estas innovaciones no sea la adecuada. Es por ello, que el regulador ha comenzado a desarrollar normativa al respecto, intentando mantener la descentralización, pero marcando las pautas necesarias para un ordenado funcionamiento de las TRD y, por el tema abarcado en este trabajo, de los mercados de criptoactivos.

⁶ Vid. nota 3.

⁷ Confilegal. *El impacto de las criptomonedas en el sistema financiero global es similar al que tuvo la llegada de internet.*

2. APROXIMACIÓN A LOS CRIPTOACTIVOS

2.1. Origen, concepto y naturaleza jurídica

En los últimos años se ha pretendido adaptar la legislación europea de mercados y servicios financieros a la digitalización, facilitando la incorporación de nuevas tecnologías y modelos empresariales. No obstante, frente a tan diversas novedades, prima la protección de los usuarios de los servicios financieros.

Como avanzábamos, una de las tecnologías por las que últimamente ha apostado la UE es la revolucionaria tecnología de registro descentralizado. Estas innovaciones tienen por objeto mejorar los servicios financieros, pero ello solo es posible con responsabilidad y con una regulación que vaya en paralelo a los estándares ya fijados por la UE en los mercados financieros.

La principal y más llamativa aplicación de las TRD son los criptoactivos. El objetivo de la UE es que, de aquí a 2024, exista un marco regulatorio para el desarrollo de la TRD y de los criptoactivos en los mercados, abordando sus riesgos inherentes.

Los criptoactivos son representaciones digitales de valor o derechos, que suponen una forma más económica e inclusiva de financiación para los participantes del mercado, y que benefician las transacciones transfronterizas. En esencia, se trata de fichas digitales o virtuales especiales que son emitidas y comercializadas en plataformas que se rigen por sistemas descentralizados de cadenas de bloques que permiten y garantizan cierta seguridad en las transacciones, eliminando a los intermediarios y rehuendo del papel tradicional de los bancos centrales.

Cabe destacar que los criptoactivos y la tecnología *blockchain* son cosas distintas. Tal y como explica Javier Sáez, Inbound & Growth Manager de la escuela de negocios IEBS, el *blockchain* “genera una base de datos compartida a la que tienen acceso sus participantes, los cuáles pueden rastrear cada transacción que hayan realizado. Es

como un gran libro de contabilidad inmodificable y compartido que van escribiendo una gran cantidad de ordenadores de forma simultánea”, y una criptomoneda es una de las formas para implementar una de estas cadenas de bloques⁸.

Ofrecer una definición universal de los criptoactivos es uno de los principales objetivos de MiCA, y se definen en su artículo 3.1) 2) como *“una representación digital de valor o derechos que puede transferirse y almacenarse electrónicamente, mediante la tecnología de registro descentralizado o una tecnología similar”*. La definición que ofrece MiCA de los criptoactivos, y las explicaciones sobre el funcionamiento de las TRD, quedan estrechamente vinculadas a la que erigía ya hace unos años la Directiva 2018/843 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 2018⁹, de las monedas virtuales en su artículo 3: *“representación digital de valor no emitida ni garantizada por un banco central ni por una autoridad pública, no necesariamente asociada a una moneda establecida legalmente, que no posee el estatuto jurídico de moneda o dinero, pero aceptada por personas físicas o jurídicas como medio de cambio y que puede transferirse, almacenarse y negociarse por medios electrónicos”*.

Pese a encajar relativamente bien dentro de la definición de moneda virtual, los criptoactivos no tienen de momento la ponderación ni de moneda ni de medio de pago, pues no cuentan con el amparo de bancos centrales o autoridades similares, ni están amparadas por sistemas de protección como el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) o el Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN)¹⁰.

De estas definiciones se desprende inseguridad, pues a pesar de presentar grandes oportunidades, también plantean problemas, que pueden ser cada vez mas gravosos debido al aumento exponencial de su capitalización, y sobre todo debido a que, en palabras del regulador europeo, *“la mayoría de los criptoactivos quedan fuera del*

⁸ National Geographic. *¿Qué son las criptomonedas y como funcionan?*

⁹ Directiva 2018/843 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 2018, por la que se modifica la Directiva (UE) 2015/849 relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, y por la que se modifican las Directivas 2009/138/CE y 2013/36/UE

¹⁰ Vid. nota 7.

*ámbito de aplicación de la legislación de la Unión en materia de servicios financieros y, por tanto, no están sujetos a las disposiciones sobre aspectos como la protección de los consumidores y los inversores o la integridad del mercado, a pesar de conllevar esos riesgos”*¹¹. Literalmente, MiCA contempla bajo su ámbito de aplicación objetivo aquellos criptoactivos que por alguna razón escapan del ámbito de aplicación de la legislación en vigor europea sobre mercados financieros, junto a los cuales se unen las fichas de dinero electrónico. Hasta que sea de aplicación, destaca por su ausencia un marco de regulación de estos instrumentos, y se exponen los consumidores e inversores a riesgos sustanciales similares o incluso de mayor impacto que los que se dieron en la crisis financiera de la década pasada.

En la Recomendación de la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA, por sus siglas en inglés) sobre ICOs y Criptoactivos¹² se propone una justificación de que gran parte de los criptoactivos no encajen dentro de la definición de instrumentos financieros según MiFID, es decir que no se correspondan con aquellos especificados en la sección C del anexo I de la directiva. Entre ellos se encuentran a rasgos generales los valores negociables, los instrumentos del mercado monetario, las participaciones y acciones en instituciones de inversión colectiva y una serie de instrumentos derivados. Asimismo, en esta recomendación, la ESMA también aporta su propia definición de lo que es un criptoactivo, considerándolos *“un tipo de activo privado que depende principalmente de la criptografía y de la tecnología DLT o similar como parte de su valor percibido o inherente”*¹³.

Los criptoactivos tienen actualmente una función distinta al resto de activos financieros dentro de las carteras de inversión, independientemente de las ganancias que puedan generar. La experiencia ha demostrado que la evolución y dinámica de los criptoactivos no acompaña el ritmo de los activos tradicionales y, además, la fluctuación de sus valores no responde necesariamente a la misma información. Mientras que el valor del dólar estadounidense puede fluctuar en función del desarrollo de las elecciones a la

¹¹ Exposición de motivos de MiCA. Contexto de la propuesta, razones y objetivos de la propuesta. (p.2)

¹² ESMA. *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*.

¹³ *Loc. Cit.*

presidencia, o el euro puede también hacerlo con la llegada de casos de una pandemia, el valor de los criptoactivos no tiene por qué verse afectado. Al ser activos que no dependen de gobiernos, ni de instituciones globalizadas, su valor depende únicamente de la ley de la oferta y la demanda¹⁴. Es obvio, pues desde comienzos de 2020, gran parte de la población mundial empezó a interesarse por las criptomonedas y otros criptoactivos, lo que llevó a que el valor de los principales criptoactivos se haya multiplicado exponencialmente, llevando incluso a que muchos analistas piensen que una burbuja se pueda estar formando o, pero aún, que vaya a explotar de forma inminente, con las consecuencias que ello podría suponer. Es por ello por lo que resulta esencial que se regule sobre este campo y aquellos conexos, en aras de limitar las consecuencias y riesgos que puedan producirse.

A modo de conclusión, considerar los criptoactivos como instrumentos financieros de forma generalizada podría desencadenar efectos colaterales indeseados, por lo que cabe distinguir entre las diferentes tipologías existentes. Reconocerlos conjuntamente como instrumentos financieros les concedería una legitimidad indeseada, y es ineluctable obviar la falta de herramientas y recursos de supervisión necesarios.

Actualmente, los emisores de criptoactivos y los proveedores de servicios de criptoactivos no gozan de la facilidad y protección al alcance de los proveedores de servicios financieros tradicionales, y no se les está permitiendo explotar todas las ventajas que podrían estar a su disposición. Falta en concreto seguridad jurídica y un régimen regulatorio y de supervisión único y coherente para toda la UE, e incluso para todo el mundo. Así lo apuntaba ya Ursula von der Leyen en un discurso en septiembre de 2019, haciendo énfasis en la necesidad de que los Estados Miembros desarrollasen

¹⁴ Un ejemplo de como la oferta y la demanda son significativos en los mercados de criptoactivos es el fenómeno de las ballenas. Se denomina ballenas a aquellos inversores que cuentan con un alto poder adquisitivo y que se estima que su cartera de criptoactivos llega a saldos superiores al billón de dólares estadounidenses, lo cual facilita que lleven los precios hacia la dirección que ellos deseen, ya sea al alza o a la baja, presionando a los pequeños inversores a entrar o salir del mercado. Un ejemplo de ello fue cuando en abril de 2019 se presentaron 22 movimientos independientes de Bitcoin por un valor total de 200 millones de dólares estadounidenses, lo cual hizo aumentar su precio considerablemente.

un planteamiento que asegurase una comprensión generalizada de las criptomonedas, de sus oportunidades y sus riesgos, para afrontarlas de manera común y eficiente¹⁵.

Son obstáculos que están encontrando aquellas instituciones y entidades que buscan anticiparse en el uso de estas tecnologías y que no lo están consiguiendo de forma óptima debido a la falta de regulación. A modo de ejemplo, el Banco Santander anunciaba en enero de 2022 que estaban trabajando en el diseño y oferta de productos basados en cifrados criptográficos, con la visión de ganar un alcance mundial¹⁶. En el mismo momento, JP Morgan publicó que junto a Siemens estaban realizando pruebas sobre una plataforma de pagos programables en tiempo real, que podría integrarse a los procesos de servicios comerciales tradicionales mediante procesos automatizados¹⁷.

Siendo uno de los mayores beneficios de los criptoactivos y de las TRD el hecho de facilitar las transacciones transfronterizas resulta primordial que se cree un régimen aplicable para los distintos Estados miembros que facilite, entre muchas otras cuestiones, la prestación transfronteriza de servicios de criptoactivos y la disponibilidad de financiación a través de estos métodos, garantizando la adecuada certidumbre y fluidez de los movimientos, y reduciendo los obstáculos de los mercados.

2.2. Tipologías y servicios de criptoactivos

Una vez definido el concepto de criptoactivo y habiendo dado detalle de su complejidad, consideramos consecuente adentrarnos en las tipologías de criptoactivos y los servicios de criptoactivos que pueden ofrecerse al público.

En primer lugar, cabe diferenciar las fichas (que comúnmente se denominan por su equivalente en inglés, “*token*”), cuyo objetivo es ser intercambiados por bienes y servicios, de las criptomonedas, que son consideradas monedas digitales o virtuales, tal

¹⁵ Comisión Europea. *Carta de mandato de la presidenta electa Von der Leyen al vicepresidente Dombrovskis*.

¹⁶ La Información. *Banco Santander se arma en el mundo cripto para competir a nivel mundial*.

¹⁷ JPMorgan. *Programmable payments: automation becomes reality*.

y como se han definido en el apartado anterior, cuya finalidad es la de realizar pagos a modo de divisa tradicional.

A grandes rasgos, los criptoactivos se diferencian según se consideren estables o no. Los primeros son los que MiCA denomina fichas referenciadas a activos y fichas de dinero electrónico. Dentro de esta categoría, las fichas referenciadas a activos son “*un tipo de criptoactivo que, a fin de mantener un valor estable, se referencia al valor de varias monedas fiat de curso legal, una o varias materias primas, uno o varios criptoactivos, o una combinación de dichos activos*”¹⁸ y las fichas de dinero electrónico son “*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*”¹⁹. Destacan por lo tanto en ambos el valor estable y el hecho de estar referenciado a otros activos. Por otro lado, MiCA regula las fichas de servicio que son “*un tipo de criptoactivo usado para dar acceso digital a un bien o un servicio, disponible mediante TRD, y aceptado únicamente por el emisor de la ficha en cuestión*”²⁰.

Independientemente del tipo de criptoactivo de que se trate y de la finalidad que tengan, la emisión y oferta al público para que individuos y empresas puedan operar con ellos no es el único aspecto que debe regularse. Ello es así por que, al igual que en los mercados financieros corrientes, las entidades e interesados pueden prestarse y solicitar distintos tipos de servicios de criptoactivos, necesitando cada cual su particular disciplina.

Se anunciaba en diciembre de 2021 que el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) respondiendo a la alta demanda de los inversores que desean operar con criptoactivos en Suiza, comenzaría a prestar servicios de compraventa y custodia de activos digitales, permitiendo a los clientes diversificar y combinar carteras tradicionales y digitales (aunque resaltan que no ofrecerán asesoramiento para la inversión u otro tipo de

¹⁸ MiCA, artículo 3, apartado 1, punto 3.

¹⁹ *Ibíd.*, artículo 3, apartado 1, punto 4.

²⁰ *Ibíd.*, artículo 3, apartado 1, punto 5.

servicios de criptoactivos). Se aduce que esta decisión se basa en que otros bancos ofrecen ya otros servicios similares para clientes institucionales, empresas, y particulares²¹.

La cuestión es si dicho servicio puede prestarse con las mismas garantías que los servicios financieros usuales. En Suiza es posible, debido a la avanzada regulación y aceptación de los mencionados activos, y gracias a las facilidades que se prestan en el país helvético por la presencia de empresas expertas en tecnologías *blockchain*. En el resto de Europa es posible, pero las garantías llegarán únicamente tras la adopción de MiCA, o de otras regulaciones nacionales equivalentes, que ofrecen una concreta y exhaustiva definición del posible abanico de servicios de criptoactivos.

Mientras tanto en España se prevé que puedan irse adoptando algunos de los criterios que introducirá MiCA en el marco europeo pues, tal y como adelanta Ricardo Plasencia, abogado especializado en regulación financiera, el Ministerio de Economía estaría trabajando en nuevas modificaciones de la Ley de Mercado de Valores que podría incluir en el esquema regulatorio nacional ciertas exigencias contempladas por MiCA. Opina que sería deseable que España se adelantase en estos aspectos, junto con la regulación fiscal y de la publicidad de los criptoactivos de cara a la llegada del Reglamento²².

Se consideran servicios de criptoactivos, según las definiciones del artículo 3. 1 de MiCA, cualquier servicio y actividad enumerado a continuación:

- a. *La custodia y la administración de criptoactivos por cuenta de terceros:* personas distintas al titular o usuario guardan o controlan los criptoactivos o las claves criptográficas privadas que sirven como medio de acceso a estos;
- b. *La explotación de una plataforma de negociación de criptoactivos:* la gestión de las plataformas en las que se compran y venden criptoactivos e intereses

²¹ BBVA. *BBVA lanza en Suiza su primer servicio comercial para la compra-venta y custodia de bitcoins.*

²² Confilegal. *El precio de la energía dificulta que España ocupe el papel de Kazajistán en el minado de criptomonedas.*

relacionados con estos, y a través de las cuales las partes interactúan de cara a canjear un criptoactivo por otro, o por cualquier otra moneda fiat, naciendo de ello un contrato;

- c. *El canje de criptoactivos por una moneda fiat de curso legal*: el uso de capital propio para, frente a terceros, comprar o vender criptoactivos a cambio de una moneda fiat;
- d. *El canje de criptoactivos por otros criptoactivos*: el uso de capital propio para, frente a terceros, comprar o vender criptoactivos a cambio de otros criptoactivos;
- e. *La ejecución de órdenes relacionadas con criptoactivos por cuenta de terceros*: la celebración de contratos por cuenta de terceros para comprar, vender o suscribir uno o varios criptoactivos;
- f. *La colocación de criptoactivos*: la compraventa, entre compradores determinados de criptoactivos que se emitan por primera vez o que ya hayan sido emitidos, pero no admitidos a negociación, no suponiendo una oferta pública, tal y como se definirá más adelante, ni una oferta a quienes sean los titulares de dichos criptoactivos;
- g. *La recepción y transmisión de órdenes relacionadas con criptoactivos por cuenta de terceros*: la compra, venta o suscripción de uno o varios criptoactivos que obedezca a la orden de una persona y que se transmite a un tercero para que la ejecute; y
- h. *El asesoramiento sobre criptoactivos*: la propuesta o recomendaciones personalizadas a un tercero, ya sea a petición de este o a iniciativa de quien preste el servicio, relativa a la compra o venta de uno o varios criptoactivos o respecto del uso de cualquiera de los servicios definidos en el presente epígrafe.

De esta forma, la totalidad de las actividades aquí descritas, pasarán a ser actividades reguladas y aquellas entidades que quieran prestarlas deberán solicitar autorización administrativa previa de las autoridades nacionales competentes, tanto en España como en el resto de Europa, tal y como se detalla en el capítulo tercero de este estudio.

2.3. El mercado de criptoactivos: panorámica general y tendencias

Los criptoactivos ya están presentes y asentados en nuestro día a día, pero no era así hace algo más de 10 años cuando se trataba de un concepto desconocido, que hacía referencia a un instrumento informático cuya naturaleza podría ser efímera y que, posiblemente, se utilizase en transacciones de carácter clandestino o ilegal. Desde el comienzo de 2020, se ha multiplicado por cinco su valor de mercado. Podemos estimar que existen actualmente entre 7.000 y 10.000 criptomonedas listadas de características análogas al Bitcoin, criptomoneda de referencia, junto con otras como Ethereum o Tether. En el último año, el interés general por este tipo de activos, por los *smart contracts*, o por las DeFi, ha aumentado exponencialmente, y con ello la capitalización de los mercados de criptoactivos²³. Actualmente, se estima que un 14% de la población española que invierte realiza inversiones de criptoactivos, y el número de inversores que invierte en ellos es mayor que el número de inversores que depositan dinero en inversiones más tradicionales como los bonos corporativos o la deuda pública²⁴.

Solo entre enero y abril de 2021, la capitalización de los mercados de criptoactivos aumentó un 180% aproximadamente. En ese mismo momento, la capitalización global superó los 2 billones de dólares estadounidenses (llegando en noviembre de 2021 a 3 billones de dólares estadounidenses según datos del FMI²⁵), en gran parte gracias a la participación de Bitcoin que alcanzó en algunos momentos casi un 50% de dicha capitalización. La capitalización de Ethereum por su parte aumentó en este mismo periodo aproximadamente un 190%. En el periodo referido el volumen negociado diariamente quedó por encima de los 150.000 millones de dólares estadounidenses²⁶.

Respecto de la volatilidad de su valor, es innegable que debe preocuparnos, pues en 2016, el bitcoin tenía un valor de 800 dólares estadounidenses, mientras que a finales de 2021 llegó a alcanzar los 68.000 dólares estadounidenses. En el siguiente gráfico se

²³ KPMG. *Nuevos horizontes ante la expansión de los criptoactivos*.

²⁴ Expansión. *Hay más españoles que invierten en 'cripto' que en bonos*.

²⁵ El Economista. *El bitcoin y las criptomonedas ya tienen la capacidad para desencadenar un efecto dominó y desestabilizar los mercados, según el FMI*.

²⁶ Funcas. *La capitalización de los criptomercados (enero-abril 2021)*

puede observar la volatilidad de los criptoactivos a través de la evolución del bitcoin desde 2020 en dólares estadounidenses, pasando este de valer entorno a 7.000 dólares estadounidenses a 31 de diciembre de 2020, pasando por su máximo histórico un año mas tarde, en noviembre de 2021, valiendo casi 68.000 dólares estadounidenses como ya apuntábamos. Este crecimiento se debe al interés creciente de minoristas e instituciones que parecen no inmutarse de la gravedad que implica dicha volatilidad.



La evolución del bitcoin desde 2020 en dólares estadounidenses

Fuente: CincoDías – El País Economía – Bloomberg²⁷

De cara al 2022, Alberto Gordo, CEO de Protein Capital, fondo de cobertura de criptomonedas, apuntaba a finales del 2021 que el bitcoin podría alcanzar los 94.000 dólares estadounidenses, pudiendo caer hasta un 16% y revalorizarse hasta un 96%. Para anticipar el comportamiento de los mercados de criptoactivos se tendrán en cuenta aspectos como las nuevas regulaciones, el desarrollo de monedas virtuales por los bancos centrales o las posibles restricciones de su uso. Alfonso Ayuso, ex directivo de Banco Sabadell, y CEO de una plataforma de servicios de criptoactivos, anota que la confianza será primordial para la evolución futura de los criptoactivos, y que únicamente se podrá ver el alcance y generalización del uso de estos activos y de los

²⁷ CincoDías, El País Economía. *La UE retrasa hasta 2024 la aplicación de la norma sobre el bitcoin y otras criptos.*

mercados cuando el entorno se halle regulado, y cuente con organismos a quienes se les haya asignado la supervisión de estos²⁸.

No obstante, el año 2022 comenzaba con una gran depreciación de los principales valores, descendiendo el del bitcoin hasta casi los 36.000 dólares estadounidenses a finales del mes de enero –lo que ha generado cierta preocupación por los mercados, tanto de criptoactivos como de valores tradicionales que se han visto afectados–. Se trata de aproximadamente un 45% –casi tres veces lo augurado–. De igual manera, el valor de Ethereum también descendía un 49%, por lo que dudamos y desconfiamos de que se dé una revalorización tan significativa. Está afectando a gran número de compañías cuyo negocio guarda relación con los activos digitales. Es el caso de Coinbase, cuyo valor pasó de 100.000 millones a 40.000 millones de dólares estadounidenses, tras el derrumbe de los mercados de criptoactivos de los últimos meses. Podemos ver en el siguiente gráfico que no se trata de un caso excepcional y que el año 2022 está suponiendo un reto para la industria.



El desplome del bitcoin arrastra a toda la industria de los criptoactivos.

Fuente: CincoDías – El País Economía – Bloomberg²⁹

²⁸ Expansión. *La regulación pondrá a prueba el bitcoin.*

Se estima que el valor de los criptoactivos se ha desplomado 1,2 billones de dólares estadounidenses desde que en noviembre de 2021 alcanzasen sus máximos históricos, en gran parte debido a la subida de los tipos de interés por parte de la FED, o las prohibiciones de China o Rusia respecto de las transacciones con criptoactivos³⁰.

Miguel Ángel Domínguez aún siente una gran desconfianza debido a esta alta volatilidad. Apunta que es muy sencillo ceder ante los números, pero hay que tener presente la extrema volatilidad que tienen los criptoactivos. Considera que las criptomonedas de momento son como un juego de apuestas, una especulación, y que para invertir en ellas hay que entenderlas, lo cual aún es relativamente complicado. Apoya las opiniones y recomendaciones de las autoridades competentes como la CNMV, que apuntan al riesgo extremo que tienen los criptoactivos³¹.

Uno de los aspectos para tener en cuenta, es la evolución de las *stablecoins*, que analizaremos en el siguiente epígrafe. De acuerdo con los datos del FMI, su capitalización se ha multiplicado por cuatro en el año 2021, superando los 120.000 millones de dólares estadounidenses. Los volúmenes de negociación de *stablecoins* sobrepasan frente a los de los demás criptoactivos debido a su utilidad de cara a la liquidación de operaciones al contado y de instrumentos derivados en bolsa. La estabilidad de los precios de este tipo de criptoactivos mejora consistentemente, lo cual protege a los usuarios de la volatilidad que tienen otros criptoactivos, y asegura los fondos de los inversores dentro de este tipo de mercados. Economistas del FMI apuntan que *“la correlación de las criptomonedas con otros activos tradicionales como las acciones ha aumentado significativamente, lo que limita su uso como 'diversificador' y aumenta el riesgo de contagio en los mercados financieros”*, por lo que se les debe dar mayor importancia y atención³². Además, advierten que en caso de que cayesen fuertemente los precios de determinados criptoactivos, ello podrá repercutir en los

²⁹ Cinco Días, El País Economía. *El desplome del bitcoin arrastra a toda la industria de los criptoactivos*.

³⁰ *Loc. Cit.*

³¹ *Vid. nota 8.*

³² *Vid. nota 26.*

mercados de valores, transmitiéndose los sentimientos de un mercado a otro notablemente.

2.4. La relevancia de las *stablecoins*

A la hora de desarrollar la propuesta de MiCA, la Comisión quiso hacer énfasis en la regulación de las denominadas “criptomonedas estables” o, por su denominación en inglés, “*stablecoins*”. Son un subtipo relevante de criptoactivos, que atraen tanto al público inversor como a los reguladores, y que básicamente consiste en un criptoactivo que pretende mantener un valor estable que esté vinculado a un activo específico o a una cesta de activos³³.

Se trata por lo tanto de un *token* digital que está colateralizado a una moneda como podría ser el euro o el dólar estadounidense, a un paquete de divisas o cualquier otro activo determinado, pudiendo estar ligado también a otros criptoactivos o incluso controlados por algoritmos que aseguran el valor y lo estabilizan. Es un tipo de instrumento que pretende evitar la volatilidad de los criptoactivos corrientes (que por ejemplo en el caso de bitcoin ronda el 50% anualizado o para ETH el 70%), y puede garantizar el valor de los criptoactivos de los consumidores y limitar sorpresas indeseadas. Los *stablecoins* por lo tanto pueden estar respaldados por diferentes activos:

- a. *Moneda fiat*: supone que “*por cada unidad de stablecoin que se emite, se deposita en garantía una unidad de moneda equivalente. Es decir, si estamos trabajando en dólares estadounidenses y se emiten 1.000 stablecoins, tiene que existir un colateral de 1.000 dólares estadounidenses*”. Este mecanismo es claramente simple y alcanza la estabilidad deseada, aunque por otra parte es realmente esencial la confianza en la entidad emisora. Cabe apuntar que este modelo escapa en cierto modo de la descentralización.

³³ *Vid.* nota 12.

- b. *Otros criptoactivos*: en este caso son criptoactivos los que respaldan a la *stablecoin*, y es necesaria una mayor aportación de garantías para ofrecer la estabilidad deseada. Para que exista una proporcionalidad entre ambos se usan contratos inteligentes por los que se van realizando ajustes de la garantía que respalda la *stablecoin* de forma automática. En este caso, la descentralización de los activos si es absoluta, aunque puede suponer una menor estabilidad y una mayor volatilidad y complejidad.
- c. *Algoritmos*: mediante estos se agrega criptografía para expandir o limitar las “monedas” en el sistema y así estabilizar su valor. Se trata de activos programables, flexibles y escalables, aunque ciertamente complejos e inseguros³⁴.

Se están desarrollando estudios por parte de grupos de trabajo sobre esta modalidad de criptoactivos, entre los que destaca el Informe del Grupo del G7³⁵ que investiga el impacto de los *stablecoins*. Hasta ahora, la gran parte de criptoactivos, no sirven de forma generalizada como un método de pago o de stock de valor. Ello es así porque, como comentábamos anteriormente, tienen precios muy volátiles, interfaces complicadas o problemas de gobernanza y regulación, entre otros, de manera que su uso general es de carácter especulativo. A través de las *stablecoins* se pretende crear un medio de pago extendido, que esté respaldado por una reserva de activos, pudiendo convertirse en un mecanismo de pago y un depósito de valor reconocido y aceptado. Tienen grandes rasgos en común con los criptoactivos tradicionales, pero tratando de estabilizar su precio, aunque esto no siempre es así, pues pueden no ser realmente estables y plantear riesgos similares, y dada su complejidad, es posible que los inversores (y en concreto los minoristas) no los comprendan plenamente. Un ejemplo de riesgo que pueden suponer estas “monedas” debido a la falta de regulación es que, en caso de aplicárseles las normativas de valores vigentes, el emisor podría verse limitado en su posterior negociación sin un folleto de la *stablecoin* o un documento similar que

³⁴ ESIC. *Stablecoins: las criptomonedas que sí terminarás utilizando*.

³⁵ G7 working group on Stablecoins Report. *Investigating the impact of global stablecoins*.

informe sobre el emisor, sus operaciones y sus riesgos. Asimismo, se deben marcar directrices sobre los pagos desde cuentas de *stablecoins*, y del mismo modo, puntualizar los derechos de los que se arroga al titular. El grupo de estudio del G7 hace énfasis sobre la necesidad de vigilar la información y comprensión de los consumidores de este tipo concreto de criptoactivos, de igual forma que se va a hacer de forma generalizada para estos³⁶.

Cuando pasan a ser criptomonedas estables mundiales, o globales, la amenaza es mayor, pues estas incorporan peculiaridades para estabilizar su valor y aprovechar efectos de red, aspirando a una mayor difusión. Ganarían un potencial de alcance y adopción en diversas jurisdicciones y podrían alcanzar unos volúmenes sustanciales con respecto a otros criptoactivos de mas reducido alcance.

Debido a la explicación dada, es evidente que los mercados de criptoactivos no pueden mantenerse al margen de los mercados financieros convencionales. Las *stablecoins* están estrechamente correlacionadas con los mercados de renta fija, y desde el FMI exigen que se adopte cuanto antes un marco regulatorio que facilite la supervisión y mitigue los riesgos que suponen en la estabilidad financiera este tipo de activos³⁷.

La Comisión considera que las *stablecoins* no son criptoactivos que encajan en la legislación vigente sobre servicios financieros, y concluye que deben regularse separadamente ya que, por sus características, sería necesario establecer unas obligaciones de divulgación de información para los emisores y unos requisitos para la reserva de las *stablecoins*³⁸. Junto con ello, apostaron por regularlas en el marco de la directiva sobre dinero electrónico y, por extensión, en el de la directiva sobre servicios de pago, pues su definición se aproxima a la definición de dinero electrónico. No obstante, debido a que dichas regulaciones no abarcan a todos los posibles proveedores de servicios de *stablecoins*, hay riesgos y circunstancias que quedarían sin protección,

³⁶ *Loc. Cit.*

³⁷ *Vid.* nota 26.

³⁸ Exposición de motivos de MiCA. Resultados de las evaluaciones ex-post, de las consultas con las partes interesadas y de las evaluaciones de impacto (p.9)

sobre todo en relación con la salvaguarda de los consumidores. Asimismo, y como avanzábamos, las *stablecoins* pueden ser consideradas criptomonedas estables globales, lo cual supone potenciales riesgos sistémicos, y la directiva sobre dinero electrónico no abarca las particularidades de las entidades sistémicas³⁹.

El último texto propuesto de MiCA retrasa la aplicación de la norma sobre criptoactivos en general hasta 2024, pero estrecha el plazo de aplicación de las exigencias relativas a las *stablecoins* y las fichas de dinero electrónico fijándolo para 2023. Gloria Hernández Aler, abogada especializada, apunta que “*el origen de esta preocupación fue el proyecto de Facebook de lanzar su propia stablecoin, llamada en un principio Libra y después Dien. El proyecto se ha transformado en un monedero de pago, denominado Novi, que utiliza una stablecoin ya existente, Paxos, referenciada al dólar*”⁴⁰. En este caso, el hecho de que esta *stablecoin* venga presentada por un gigante como Facebook supondría un riesgo de mucho mayor calibre. En España, la falta de regulación nacional sobre estos activos podría suponer la pérdida de una oportunidad, viendo partir a emisores y proveedores hacia otras jurisdicciones mejor adaptadas⁴¹.

Concretamente, esta parte de la regulación que será de aplicación de forma previa hace referencia a las fichas referenciadas a activos⁴² y a las fichas de dinero electrónico⁴³, ambos conceptos definidos en el artículo 3 de MiCA. Ambos conceptos son clave para el desglose que se realiza en el siguiente bloque sobre la regulación de los mercados de criptoactivos, y la emisión y oferta pública de criptoactivos, y la prestación de servicios de criptoactivos.

³⁹ *Vid.* nota 33.

⁴⁰ *Vid.* nota 32.

⁴¹ *Loc. Cit.*

⁴² *Vid.* nota 19.

⁴³ *Vid.* nota 20.

3. LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS

A pesar de no haber entrado aún en vigor, el texto de la propuesta de Reglamento que lleva publicado desde septiembre de 2020 ya nos permite conocer a grandes rasgos cuáles serán las exigencias regulatorias y supervisoras cuando llegue el momento de aplicarlo.

En primer lugar, estarán sujetas al Reglamento cualquier persona, física o jurídica, que emita o preste servicios de criptoactivos en el seno de la Unión Europea. Como adelantábamos, debe definirse meticulosamente lo que se considera criptoactivo y lo que no, por lo que el Reglamento excluye expresamente los criptoactivos considerados:

- instrumentos financieros⁴⁴;
- dinero electrónico, excepto cuando se considere ficha de dinero electrónico⁴⁵;
- depósitos⁴⁶;
- depósitos estructurados⁴⁷; o
- titulizaciones⁴⁸.

MiCA separa y distingue las fichas referenciadas a activos y las fichas de dinero electrónico de aquellos criptoactivos que no encajan en ninguna de las dos categorías. A cada una de ellas dedica un título el Reglamento, y además segmenta la emisión, la oferta pública, y la prestación de servicios de criptoactivos como tres actividades relacionadas pero independientes que quedan reguladas bajo el marco de este texto legal. Tal y como apunta Plasencia, es *“necesario que haya normas que establezcan requisitos de transparencia e información para la emisión y admisión a negociación de criptoactivos; normas de autorización y supervisión de los proveedores de servicios de*

⁴⁴ De acuerdo con la definición del artículo 4 apartado 1 punto 15 de la Directiva 2014/65/UE.

⁴⁵ De acuerdo con la definición del artículo 2 punto 2 de la Directiva 2009/110/CE.

⁴⁶ De acuerdo con la definición del artículo 2 apartado 1, punto 3 de la Directiva 2014/49/UE.

⁴⁷ De acuerdo con la definición del artículo 4 apartado 1, punto 43 de la Directiva 2014/65/UE.

⁴⁸ De acuerdo con la definición del artículo 2 punto 1 del Reglamento (UE) 2017/2402.

*criptoactivos; y normas de protección de los consumidores en relación con los servicios sobre criptoactivos*⁴⁹.

3.1. La autorización de los emisores y la emisión y oferta pública de criptoactivos

De forma previa a adentrarnos en las exigencias regulatorias de cada segmento marcado por el Reglamento es preciso definir qué se entiende por emisión de criptoactivos u oferta pública.

Una emisión de criptoactivos es una oferta al público por parte de una persona jurídica de un criptoactivo o la solicitud de admisión por parte de esta persona de un criptoactivo en cualquier plataforma de negociación de criptoactivos (artículo 3. 6. de MiCA). Por su parte, la definición de oferta pública es sencilla, consiste en la oferta que se hace a terceras personas para que adquieran criptoactivos a cambio de otros criptoactivos o moneda fiat (artículo 3. 7. de MiCA).

3.1.1. Oferta pública de criptoactivos distintos de fichas referenciadas a activos y fichas de dinero electrónico

El Título II de MiCA regula la oferta pública de aquellos criptoactivos que no encajan dentro de la definición de fichas referenciadas a activos y fichas de dinero electrónico, de acuerdo con su definición ya aportada previamente en este estudio.

Según el artículo 4.1 de MiCA, únicamente podrán ofertar públicamente criptoactivos distintos de fichas referenciadas a activos y fichas de dinero electrónico o solicitar su admisión a negociación en una plataforma de negociación de criptoactivos las personas jurídicas que hayan elaborado el correspondiente libro blanco de criptoactivos, que lo

⁴⁹ *Vid.* nota 23.

hayan notificado y publicado, y que cumplan una serie de requisitos de gobernanza. Veremos con detenimiento todas las exigencias que surgen al respecto.

El Reglamento (UE) 2017/1129 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, fija unas exenciones, en su artículo 1. 4., a la obligación de publicar un folleto de determinadas ofertas públicas de valores. Paralelamente, MiCA hace lo mismo con la oferta pública de criptoactivos en su artículo 4. 2. En concreto, no existirá la obligación de elaborar, notificar, ni publicar el libro blanco cuando:

- a) se trate de una oferta gratuita;
- b) los criptoactivos en cuestión se hayan creado mediante minería⁵⁰;
- c) se trate de criptoactivos únicos y no fungibles en relación con otros criptoactivos
- d) la oferta se realice a menos de 150 personas físicas o jurídicas que actúen por cuenta propia, por cada Estado Miembro;
- e) en un periodo de doce meses, la contraprestación global de la oferta sea inferior a un millón de euros (o cantidad equivalente); o
- f) se dirija la oferta a inversores cualificados exclusivamente, los cuales serán los únicos titulares de los criptoactivos.

Deberá notificarse a la autoridad competente el libro blanco al menos con veinte días hábiles de antelación a su publicación, aportando las razones que sostengan que el criptoactivo no se considera un instrumento financiero, dinero electrónico, o un depósito, estructurado o no. Además, habrá de notificarse una lista de Estados en los que se tenga

⁵⁰ La minería es “*el proceso por el cual se validan y agrupan transacciones en una red para luego añadirlas a un libro contable, conocido como blockchain*”. A través de este proceso, con cada bloque que se crea y se añade a la cadena, se generan y se emiten nuevos criptoactivos a modo de recompensa para la persona que ha minado el bloque. Para llevar a cabo este proceso se utiliza un gran número de ordenadores simultáneamente, lo cual requiere unos costes de energía inmensos. En los últimos años, gran parte de esta actividad se llevaba a cabo desde China. No obstante, el país prohibió recientemente esta actividad, surgiendo oportunidades en otros Estados, como EEUU o Canadá que ya cuentan con compañías cotizadas que alquilan equipos informáticos a quienes se dedican a la minería.

la intención de realizar la oferta pública o solicitar la admisión a negociación del criptoactivo, y la fecha prevista para el comienzo de la actividad.

Mediante este proceso, las autoridades competentes trasladarán a la ESMA los libros blancos para que se publiquen en el registro de proveedores de servicios de criptoactivos, que esta autoridad mantendrá de acuerdo con el artículo 57 de MiCA.

Como tarde en la fecha de inicio de las actividades, se publicará el libro blanco en la página web de los emisores, permaneciendo ahí disponible mientras los criptoactivos se mantengan en manos del público. Tras la publicación, los emisores de criptoactivos no tendrán otras obligaciones adicionales de información relativas a la oferta o su admisión a negociación, excepto en el caso de modificación del libro.

MiCA ofrece a los consumidores que hayan comprado directamente los criptoactivos al emisor o proveedor de servicios de criptoactivos que los coloque, un derecho de desistimiento, dentro del plazo de catorce días naturales desde el momento en que este se compromete a adquirirlos. El desistimiento que entre en plazo no supondrá coste alguno para el consumidor y deberán reembolsársele todos los gastos en que hubiese incurrido. En caso de que los criptoactivos se puedan negociar en una plataforma de negociación de criptoactivos, no se gozará de este derecho.

Los emisores a los que hacemos referencia en este epígrafe deberán cumplir con ciertas obligaciones de conducta, comunicaciones o prevención de conflictos de intereses, entre otras, actuando en el mejor interés de los consumidores y titulares de los criptoactivos.

3.1.2. Autorización y obligaciones de los emisores de fichas referenciadas a activos

El Título III de MiCA abarca las cuestiones relacionadas con las anteriormente explicadas fichas referenciadas a activos, su clasificación y requisitos para su consideración como tal y, de acuerdo con el objeto de este estudio, la autorización para

su oferta pública y la solicitud de admisión a negociación en plataformas de negociación de criptoactivos.

En este caso, solo podrán ser autorizadas las entidades jurídicas que estén establecidas en la Unión, y será necesaria esta autorización expresa de las autoridades competentes cuando en un periodo de doce meses, el importe de las fichas sea de media superior a 5 millones de euros (o equivalente), o cuando haya inversores minoristas⁵¹. Tampoco se requerirá a los emisores que ya estén autorizados como entidades de crédito. No obstante, todos ellos deberán elaborar y presentar el libro blanco de criptoactivos para su aprobación. La presente autorización y el libro blanco serán validos en todos los países de la Unión y el Reglamento fija los requisitos que debe cumplir la solicitud para la obtención de la autorización que debe procesarse en el Estado miembro de origen. En concreto, los requisitos están enfocados a salvaguardar la transparencia del emisor y sus políticas de gobernanza, cumplimiento normativo, prevención y gestión de conflictos de intereses y seguridad.

Las autoridades competentes contarán con el plazo de tres meses para tomar una decisión sobre la concesión o denegación de la autorización, pudiendo en ese plazo solicitar información adicional al emisor. Emitirán un proyecto de decisión a las autoridades competentes europeas (EBA, ESMA y BCE) que a su vez tendrán dos meses para emitir un dictamen no vinculante sobre la petición. La decisión final se adoptará dentro del plazo de un mes por parte de las autoridades competentes, y con la concesión de la autorización quedará aprobado el libro blanco de criptoactivos.

Para el caso de las fichas referenciadas a activos, el libro blanco estará igualmente publicado en la página web de los emisores, permaneciendo ahí disponible mientras las fichas se mantengan en manos del público.

⁵¹ Los inversores minoristas son, según MiFID, los que no son profesionales, y es decir que no poseen la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones.

Se regulan obligaciones y requisitos extraordinarios para este tipo de criptoactivos debido a su ya justificada relevancia y magnitud. Entre otros, MiCA exige a los emisores de fichas referenciadas a activos que se adopten políticas y procedimientos de prevención, detección, gestión y comunicación de conflictos de interés, o sistemas de gobernanza entre los que destacan aquellos en relación con los mecanismos de emisión, creación o destrucción de fichas referenciadas a activos, o relativos al funcionamiento de la TRD utilizada por el emisor. El Reglamento, además, establece otros requisitos en cuanto a los fondos propios que deben mantener en todo momento los emisores, y en cuanto a los activos de reserva, que son aquellas monedas, materias primas o criptoactivos que sostienen y estabilizan el valor de los *tokens*, aportando una guía para su custodia, inversiones, o derechos sobre ellos, entre otros⁵².

3.1.3. Autorización de emisores de fichas de dinero electrónico

Por otra parte, el Título IV del Reglamento regula las exigencias para la autorización de emisores de fichas de dinero electrónico y su oferta pública. A grandes rasgos podrán ofertarse al público cuando el emisor sea una entidad de crédito o entidad de dinero electrónico⁵³. Asimismo, los emisores deberán cumplir con los requerimientos oportunos de la Directiva 2009/110/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades. Finalmente, al igual que para los tipos de criptoactivos ya descritos, deberá publicarse el libro blanco de las fichas de dinero electrónico.

No se aplicarán dichas exigencias cuando las fichas se comercialicen, distribuyan y mantengan en manos de inversores cualificados, siendo estos los únicos posibles titulares, o cuando el importe medio en circulación sea inferior al umbral de 5 millones de euros.

⁵² Artículo 3 apartado 1 punto 21 de MiCA

⁵³ De acuerdo con la definición del artículo 2 apartado 1 de la Directiva 2009/110/CE

Los titulares de fichas de dinero electrónico tendrán un derecho de crédito frente a los emisores, por el cual pueden exigir en cualquier momento el reembolso del valor monetario que equivalga. De forma contraria, estará prohibido el devengo de intereses u otros beneficios temporales a los titulares de fichas de dinero electrónico.

Como último requerimiento clave, los fondos que se reciban a cambio de las fichas de dinero electrónico y que se empleen para adquirir activos seguros y de bajo riesgo, deberán invertirse en activos denominados en la misma moneda de referencia de las fichas en cuestión.

3.1.4. El libro blanco de criptoactivos

El Reglamento prevé, como ya hemos adelantado, la imposición a emisores de criptoactivos de elaborar, notificar y publicar un documento que recoja una serie de datos esenciales para la comprensión de los criptoactivos. Fija en su quinto artículo el contenido y la forma que debe adoptar dicho documento, el libro blanco de criptoactivos, para los criptoactivos distintos de las fichas referenciadas a activos y fichas de dinero electrónico. No obstante, la mayoría de las exigencias son comunes a las tres categorías previamente explicadas, tal y como se aprecia en siguientes artículos del Reglamento.

El libro blanco deberá describir de forma pormenorizada:

- a) al emisor, diseñadores y desarrolladores del proyecto;
- b) el proyecto, el tipo de criptoactivo objeto de la oferta o de la admisión a negociación que se solicita y los motivos que lo promueven, y el uso que se prevé dar a la contraprestación que se obtenga a través de la oferta;
- c) la oferta, incluyendo el número de criptoactivos a emitir o cuya admisión a negociación se solicita, su precio de emisión y las condiciones de su suscripción;
- d) los derechos y obligaciones intrínsecos, y las condiciones y procedimientos para su ejercicio;

- e) la tecnología en las que se basan los criptoactivos, y los estándares para su mantenimiento, stock y transmisión;
- f) los riesgos vinculados al emisor, a los criptoactivos, a la oferta pública y al desarrollo del proyecto; y
- g) otros elementos de información en función del tipo de criptoactivo de que se trate.

Un punto esencial que debe contener todo libro blanco de criptoactivos es la siguiente manifestación relativa a la responsabilidad del emisor respecto de la información que se refleja en el libro blanco: “El emisor de los criptoactivos es el único responsable del contenido del presente libro blanco de criptoactivos. Este no ha sido revisado ni aprobado por ninguna autoridad competente de ningún Estado miembro de la Unión Europea”. Asimismo, también contendrá una declaración del órgano de dirección del emisor que asegure que el libro blanco y la información desplegada, cumplen con todos los requisitos que exige por el Reglamento.

Al ser un documento de mero carácter informativo y de protección al inversor, no se podrá afirmar ni prometer en el libro blanco el valor futuro de los criptoactivos, salvo que se pueda garantizar a ciencia cierta, lo cual resulta prácticamente imposible. No obstante, respecto del valor de estos, se deberá advertir que pueden perder su valor, que pueden no ser negociables en todo momento, que pueden no ser líquidos, o que en caso de tratarse de fichas de servicio pueden no ser canjeables de acuerdo con lo ofrecido en el libro blanco.

En el caso de los emisores de fichas referenciadas a activos, el libro blanco tendrá unos contenidos adicionales, referentes al sistema de gobernanza del emisor, las reservas de activos y su custodia, derechos, o mecanismos que garanticen la liquidez de las fichas en caso de que no existan derechos directos sobre los activos de reserva, entre otros.

En el caso de los emisores de fichas de dinero electrónico se especificará además que los titulares tienen derecho al reembolso a la par en cualquier momento, junto con las condiciones y comisiones de este si proceden.

El propio libro blanco, contendrá un resumen que englobe la información clave de la oferta o la admisión a negociación, incluyendo los elementos esenciales de los criptoactivos para favorecer la seguridad jurídica y la protección de los posibles compradores, pudiendo estos tomar decisiones informadas sobre esta base. Además, contendrá determinadas advertencias para el correcto uso y consideración del libro blanco y de su resumen.

3.2. La prestación de servicios de criptoactivos

Los distintos servicios de criptoactivos ya han sido definidos en el epígrafe 2.2 del presente estudio, y en el Título V de MiCA se establecen los requisitos generales y específicos de cada uno de ellos. Nos detendremos a analizar la normativa que se prevé aplicar o que ya se aplican a aquellos que presten dichos servicios de manera general, en un primer lugar en lo que a MiCA y los mercados europeos de criptoactivos supone, y a continuación a través del registro especial que ha puesto en marcha el Banco de España.

3.2.1. Autorización de los proveedores de servicios de criptoactivos según MiCA

MiCA regula la forma en que las personas jurídicas con domicilio social en la UE pueden ser autorizadas para prestar uno o varios servicios de criptoactivos, ya sea a través de establecimiento permanente, sucursal o a través de la libre prestación de servicios, no siendo esencial la presencia física del proveedor de servicios en el Estado de acogida lo cual puede beneficiar la prestación transfronteriza de estos servicios y fomentar el crecimiento de las inversiones en criptoactivos.

La solicitud para la obtención de autorización deberá presentarse ante la autoridad competente del Estado en que el proveedor tenga su domicilio social y deberá contener toda la información exigida por el artículo 54 de MiCA. A modo de síntesis y de forma general para el conjunto de servicios de criptoactivos, se deberán aportar datos identificativos del proveedor y de las actividades que se pretenden prestar, elementos relacionados con sus sistemas de gobernanza y mecanismos de control interno y de evaluación de riesgos, así como de detección de abuso de mercado. Se incluirán detalles acerca de los sistemas informáticos y de seguridad que se vayan a poner en funcionamiento. Igualmente, se deberá aportar prueba de ausencia de antecedentes penales de las personas físicas que participen en el órgano de dirección del proveedor y de cualquier persona física que ostente, de forma directa o indirecta, el 20% o más del capital social o de los derechos de voto⁵⁴.

Una vez completada, dicha solicitud será evaluada por las autoridades competentes, que en los primeros veinticinco días podrán solicitar información adicional en caso de no haber incluido los datos requeridos de forma exhaustiva. Podrán las autoridades competentes del Estado de acogida consultar a las de otro Estado cuando se desprenda de la solicitud que el proveedor ya está autorizado en otro Estado, o es una filial de un proveedor autorizado en otro Estado, o esté bajo el control de los mismos individuos que controlan a un proveedor ya autorizado en otro Estado. Contarán con el plazo de tres meses para adoptar una decisión motivada que conceda o deniegue la autorización, y una vez autorizado el proveedor, deberá ser inscrito en el anteriormente mencionado registro de la ESMA.

En caso de que el proveedor de servicios de criptoactivos desee actuar en más de un Estado de la UE deberá aportar a la autoridad competente de origen una lista de dichos Estados, detallando la fecha en la que prevé iniciar la prestación de servicios, y en su

⁵⁴ Con respecto a la solicitud de antecedentes penales, en concreto se solicitarán, de acuerdo con el artículo 54 apartado 2 punto f) de MiCA, antecedentes penales “*en los ámbitos del Derecho mercantil, la legislación en materia de insolvencia, la legislación en materia de servicios financieros, la legislación contra el blanqueo de capitales, la legislación antiterrorista, y las obligaciones en materia de responsabilidad profesional*”.

caso una lista de actividades que realiza y que no estén sujetas a MiCA. Dicha autoridad deberá informar de ello a las autoridades competentes del Estado de acogida en el plazo de un mes con lo que podrán comenzar a prestar sus servicios transfronterizamente tras dicha comunicación o a mas tardar cuando hubiesen transcurrido quince días naturales tras la presentación de la información.

Una vez autorizados, los proveedores de servicios de criptoactivos deberán cumplir con diversas obligaciones: deberán ser honestos, imparciales y profesionales en sus actuaciones y llevarlas a cabo en el mejor interés de los clientes que deberán ser informados correctamente para preservar su seguridad. De la misma manera, cumplirán con determinados requisitos prudenciales y organizativos, y cuidarán precavidamente de todos aquellos aspectos relativos a la guarda de los criptoactivos y los fondos de los clientes, a la tramitación de reclamaciones, y a posibles conflictos de interés.

3.2.2. El registro de proveedores de servicios de criptoactivos del Banco de España

La disposición adicional segunda de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo (en adelante, “LPBCFT”), regula el registro de proveedores de servicios de cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria y de custodia de monederos electrónicos, comúnmente conocido como registro de proveedores de servicios de criptoactivos. Se puso en funcionamiento el 29 de octubre de 2021 en la Oficina Virtual del Banco de España. Las plataformas que actualmente prestan servicios de criptoactivos han tenido que registrarse antes del 29 de enero de 2022 (se fijó un plazo de tres meses) y el Banco de España cuenta con otros tres meses para resolver sobre la solicitud de inscripción, pudiendo suspenderse el plazo en caso de requerir documentación adicional. Tal y como se establece en la LPBCFT, las entidades que no se inscriban en el registro y continúen con la prestación de dichos servicios podrán ser sancionadas por infracción muy grave, o grave (en caso de ser una conducta ocasional o aislada) pudiendo alcanzar la sanción hasta un máximo de 10 millones de euros.

Plasencia destacaba recientemente en una entrevista que *“es llamativo que el Banco de España exige el registro a cualquier entidad que preste estos servicios, independientemente de si ya está registrada en el Banco de España u otras autoridades supervisoras como CNMV o la Dirección General de Seguros”*⁵⁵ así como que *“aquellos bancos, entidades de pago o empresas de servicios de inversión que presten este servicio deberán asimismo inscribirse en este registro, presentando la misma documentación que una entidad no registrada o supervisada”*⁵⁶.

Se establece que las personas físicas o jurídicas que prestan servicios de cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria⁵⁷ y de custodia de monederos electrónicos⁵⁸ deberán estar inscritas en dicho registro, independientemente de si están ya inscritas en otros registros del Banco de España, ya sean:

- *“Personas físicas o jurídicas, cualquiera que sea su nacionalidad, que ofrezcan o provean estos servicios en España;*
- *Personas físicas cuando la base, la dirección o la gestión de estas actividades radique en España, con independencia de la ubicación de los destinatarios del servicio, o*
- *Personas jurídicas establecidas en España que presten estos servicios, con independencia de la ubicación de los destinatarios”*⁵⁹.

La inscripción en el registro está sujeta a un procedimiento y al cumplimiento de unos requisitos específicos que se cumplimentarán a través de unos formularios, en función

⁵⁵ Confilegal. *Combatir el blanqueo de capitales: condición para figurar en el registro de criptomonedas del Banco de España.*

⁵⁶ *Loc. Cit.*

⁵⁷ Según el artículo 1.6) de la LPBCFT, “la compra y venta de monedas virtuales mediante la entrega o recepción de euros o cualquier otra moneda extranjera de curso legal o dinero electrónico aceptado como medio de pago en el país en el que haya sido emitido”.

⁵⁸ Según el artículo 1.7) de la LPBCFT, “aquellas personas físicas o entidades que prestan servicios de salvaguardia o custodia de claves criptográficas privadas en nombre de sus clientes para la tenencia, el almacenamiento y la transferencia de monedas virtuales”.

⁵⁹ Oficina virtual del Banco de España. Registro de proveedores de servicios de cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria y de custodia de monederos electrónicos.

del servicio que vaya a prestarse, y que deberán estar supervisados por el Banco de España tanto como para el acceso como para el mantenimiento, en particular referentes al cumplimiento de la LPBCFT y un documento de análisis de riesgos. Además, sus proveedores y administradores deberán facilitar un cuestionario de honorabilidad comercial y profesional, y presentar un certificado de antecedentes penales, tal y como se regula en el artículo 30 del Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero.

A modo de resumen, el Banco de España elaboró una tabla que recoge la documentación obligatoria requerida en función del tipo de proveedor que solicite la inscripción al registro y que se encuentra disponible en la página de la Oficina Virtual (adjuntada como Anexo I)⁶⁰.

El punto crítico bajo la opinión de expertos como Alejandro González, abogado financiero, es el manual de prevención de blanqueo y el documento de análisis de riesgos. Además, en gran parte de las jurisdicciones de la Unión se prevé que, cuando una entidad actúe sin establecimiento en ese Estado, únicamente estará sujeta a su ley de blanqueo de origen. España no comparte dicho criterio regulatorio, habiéndose establecido que también deberá cumplir con la LPBCFT, y deberá registrarse y contar con el mencionado manual que tendrá que ser aprobado por el Banco de España⁶¹.

3.3. La publicidad de los criptoactivos

MiCA hace igualmente mención a las comunicaciones publicitarias en relación con ofertas públicas, emisiones y prestación de servicios de criptoactivos.

En general, exige que las comunicaciones publicitarias sean identificables, y que la información que contengan sea imparcial, clara y no engañosa. Además, deberán guardar coherencia con lo establecido en el libro blanco de criptoactivos y deberán incidir en que este está publicado, así como especificar el sitio web donde se encuentra.

⁶⁰ Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

⁶¹ *Vid.* nota 56.

Mas específicamente, en España contamos ya con la Circular 1/2022, de 10 de enero, de la CNMV, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión (en adelante, la “Circular”), que fue publicada el pasado 17 de enero de 2022. El Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de la COVID-19, incluyó un nuevo artículo 240 bis en la Ley del Mercado de Valores (en adelante, “LMV”), estableciendo que la publicidad de los criptoactivos debería sujetarse a la autorización y control de la CNMV, concediendo a este organismo la facultad de desarrollar mediante circular dichas actividades publicitarias. Dada la trascendencia de este asunto, se solicitó a la autora del presente estudio la elaboración de una nota para su publicación en la revista de referencias jurídicas del despacho CMS Albiñana & Suárez de Lezo, la cual se adjunta como Anexo II.

Este nuevo precepto se incluye en aras de mejorar la “*protección de los ciudadanos e inversores en lo relativo a la publicidad de nuevos instrumentos y activos financieros en el ámbito digital*”, tal y como establece la exposición de motivos de la Circular. Están sujetas a esta Circular todas las actividades publicitarias sobre criptoactivos que sean objeto de inversión, y estén dirigidas a inversores, incluso potenciales, en España. Se aplicará a aquellas que promuevan su adquisición, o hagan referencia a su rentabilidad, precio o valor, de modo que se plantee una oportunidad de invertir en dichos criptoactivos, independientemente de la finalidad que ostenten.

Es primario apuntar que, a efectos de esta Circular, se habrá de ser especialmente cauteloso a la hora de valorar el trato como actividad publicitaria de criptoactivos y atenerse a las excepciones de la norma. A modo de ejemplo, no se considerarán actividades publicitarias de criptoactivos cuando estos no sean susceptibles de ser objeto de inversión, cuando tengan la naturaleza de instrumentos financieros de acuerdo con la LMV, cuando se trate de campañas corporativas con información genérica en las que no se haga referencia a los criptoactivos o a la prestación de servicios sobre ellos, cuando la publicidad de criptoactivos se haga sobre determinados activos únicos no fungibles que no sean ofrecidos como objeto de inversión, o cuando consistan en la publicación

de los libros blancos de criptoactivos, entre otros supuestos⁶². La Circular incluye las actividades publicitarias de los proveedores de servicios de criptoactivos, de los proveedores de servicios publicitarios, así como de cualquier persona física o jurídica que realice este tipo de actividades, ya sea por iniciativa propia o en nombre de terceros.

Es su norma número 5 la que establece el contenido y formato de los mensajes publicitarios, que deberán en cualquier caso tener en cuenta la naturaleza y complejidad del producto que se comercialice, los medios de difusión y el público objetivo. Entre otros requerimientos, la publicidad debe ser *“clara, equilibrada, imparcial y no engañosa”* y *“se utilizará en ella un lenguaje sencillo y fácil de comprender y se evitará la omisión de información relevante o la inclusión de información ambigua, sesgada, incompleta o contradictoria que pueda inducir a confusión”*. Deberá tratarse de comunicaciones coherentes con la información que proporcionan los sujetos obligados en la comercialización de criptoactivos.

En cualquier caso, todas las comunicaciones tienen que integrar los riesgos del producto y en concreto, incluir de forma relevante y visible el mensaje: “Los criptoactivos no están regulados, pueden no ser adecuados para inversores minoristas y perderse la totalidad de la inversión”. Además, se habrá de incluir un enlace, igualmente visible, que recoja información adicional acerca de los riesgos de la inversión.

En relación con esto último, en noviembre de 2021, la CNMV llamaba la atención al futbolista Andrés Iniesta por promocionar criptoactivos en redes sociales, sin la incorporación del anterior mensaje de advertencia. El control de las comunicaciones publicitarias es normalmente a posteriori, pero existe la excepción en la Circular por la cual se exige un control previo en las denominadas campañas de publicidad masiva, dirigidas a un número mayor de 100.000 individuos. En el caso de Iniesta, su mensaje promocional podía ser recibido por la nada despreciable cifra de 25 millones de personas, que es número de seguidores con el que cuenta el futbolista –lo que aumentó

⁶² Norma 3 de la Circular 1/2022, de 10 de enero, de la CNMV, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión.

aún más tras la llamada de atención de la CNVM—. De acuerdo con este régimen, se exige la comunicación de la campaña a la CNMV diez días hábiles antes de su difusión. Ello no impedirá controles posteriores, ya que en caso de falta de respuesta de la CNMV no se frenará la publicación de la campaña, pero tampoco se asegurará que es acorde a derecho y que cumple con la totalidad de exigencias de la Circular u otra normativa de aplicación.

Constatamos pues, que las exigencias del regulador español son prácticamente idénticas que las provenientes de Europa, y que esta Circular no es sino un paso previo a la publicación de MiCA del cual trasciende la voluntad de que España esté preparada para hacer frente a los cambios que estén por llegar.

4. CONCLUSIONES

- I. Las DeFi y las tecnologías de registro descentralizado como el *blockchain* han llegado para quedarse. En un panorama tan novedoso y revolucionario, resulta inquietante para los gobiernos y para los inversores mas conservadores que no haya intermediarios. Asimismo, preocupa la inexistencia de un marco jurídico que ampare los mercados de criptoactivos, regule su oferta pública y fije cómo deben prestarse los servicios de criptoactivos, al igual que los movimientos dentro de este tipo de sistemas basados en TRD.
- II. Existen muchas ventajas e inconvenientes, oportunidades y riesgos. Entre las oportunidades que se plantean está la posible interrelación entre los mercados de valores tradicionales y los mercados de criptoactivos, pero la falta de regulación y de protección de los inversores destaca ante el resto y nos ha incitado a analizar más a fondo los mercados de criptoactivos y su inminente marco normativo.
- III. Los criptoactivos son definidos como representaciones digitales de valor o derechos que pueden transferirse y almacenarse electrónicamente, mediante la tecnología de registro descentralizado o una tecnología similar. Tal y como hemos visto, se encuentran al margen de la legislación existente en la Unión (MiFID, o la Directiva de servicios de pago, entre otras), pero han ganado una función distinta al resto de activos en las carteras de inversión, debido a su fluctuación y su volatilidad. Ello se ve como oportunidad, pero también como riesgo, ante el cual los expertos muestran aun desconfianza y piden precaución, debido a los efectos colaterales indeseados que pueden aflorar.
- IV. Estos efectos adyacentes se ven acentuados en el caso de las criptomonedas estables, las cuales radican en fichas respaldadas por otras monedas de curso legal, otros criptoactivos e incluso algoritmos, garantizando de esa manera la estabilidad de su valor. Las denominadas *stablecoins* pueden alcanzar un mayor

volumen de difusión y adopción que podría entrañar riesgos sistémicos. Es por ello que cuando llegue la publicación de MiCA, se les dará un trato preferencial, adelantando la obligatoriedad de las exigencias que guardan relación con estas.

- V. MiCA aportará una guía necesaria y completa, que aporte seguridad jurídica y salvaguardas, en aspectos como la emisión, la oferta pública, la admisión a negociación, y la prestación de servicios de criptoactivos, así como reglas de autorización y supervisión para aquellos que lleven a cabo las anteriores actividades.

Entre las principales obligaciones y requerimientos del nuevo texto legal se encuentran el hecho de solicitar autorización a las autoridades competentes, la publicación de un libro blanco que exponga de forma transparente la información relativa a cada producto, a los emisores o proveedores, y a los derechos de quienes se conviertan en titulares de criptoactivos. En función del tipo de criptoactivos y de sus riesgos y funcionalidades, MiCA dispone exigencias adicionales que se deberán tener en cuenta.

- VI. Desde el punto de vista nacional, aún no contamos con regulación directa que aplique a los mercados de criptoactivos. No obstante, en los últimos meses se han tomado dos medidas que impulsan a España en este ecosistema y protegen ciertos ámbitos de la materia. Por una parte, contamos con el registro de proveedores de servicios de criptoactivos del Banco de España, en concreto para el cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria y de custodia de monederos electrónicos, que primariamente aboga por prevenir riesgos de blanqueo de capitales y riesgos subyacentes. Por otra parte, las comunicaciones publicitarias sobre criptoactivos ya cuentan con una Circular que las respalda y establece unos criterios básicos en aras de proteger a los inversores, en concreto cuando se trata de campañas de alcance masivo, siendo esta la primera norma que regula estos aspectos en un Estado de la Unión.

VII. A través de este estudio hemos podido analizar los conceptos básicos y esenciales para la comprensión de la inminente regulación de los mercados de criptoactivos que verá la luz a lo largo de 2022. Es indiscutible que los avances en las TRD y las finanzas digitales avanzarán a un ritmo veloz y que desde la Unión se requerirá en los próximos años de mayores esfuerzos para salvaguardar la protección de los participantes en estos mercados, y que favorezcan el aprovechamiento de las oportunidades que nos brindan. La información aquí contenida es un mero resumen de este ecosistema y de lo que ha aportado hasta el momento a las finanzas y la economía mundial, y justifica la necesidad de una base regulatoria común a todos, centralizada, ordenada y transparente. Se trata simplemente de la línea de salida hacia los nuevos horizontes de posibilidades que irrumpirán en nuestras vidas en un futuro, que, en nuestra opinión, será más próximo que lejano.

FUENTES

NORMATIVA EUROPEA Y ESPAÑOLA

- I. Directiva 2009/110/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009 sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las Directivas 2005/60/CE y 2006/48/CE y se deroga la Directiva 2000/46/CE. – Texto consolidado. Recurso on-line, disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:02009L0110-20180113&from=EN>> (última consulta: 25 de enero de 2022)

- II. 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 (MiFID II). – Texto consolidado. Recurso on-line, disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:02014L0065-20220101&from=EN>> (última consulta: 25 de enero de 2022)

- III. Reglamento (UE) 2017/1129 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 y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE. – Texto consolidado. Recurso on-line, disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:02017R1129-20211110&from=EN>> (última consulta: 25 de enero de 2022)

- IV. Directiva (UE) 2018/843 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 2018, por la que se modifica la Directiva (UE) 2015/849 relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de

capitales o la financiación del terrorismo, y por la que se modifican las Directivas 2009/138/CE y 2013/36/UE. – Texto consolidado. Recurso on-line, disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32018L0843&from=ES>> (última consulta: 25 de enero de 2022)

- V. 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 (MiCA) – Recurso on-line, disponible en: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:f69f89bb-fe54-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF> (última consulta: 25 de enero de 2022)
- VI. Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre un régimen piloto de las infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado. – Recurso on-line, disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020PC0594&from=ES>> (última consulta: 25 de enero de 2022)
- VII. Adenda del mandato de negociación del Consejo para el Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos. – Recurso on-line, disponible en: <https://www.consilium.europa.eu/media/53106/st14067-ad01-en21.pdf>> (última consulta: 25 de enero de 2022)

NORMATIVA ESPAÑOLA

- I. Ley 10/2010, de 28 de abril, sobre prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo. – Texto consolidado. Recurso on-line, disponible en: <https://www.boe.es/buscar/pdf/2010/BOE-A-2010-6737-consolidado.pdf>> (última consulta: 25 de enero de 2022)

- II. Ley 10/20214, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. – Texto consolidado. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.boe.es/buscar/pdf/2014/BOE-A-2014-6726-consolidado.pdf>> (última consulta: 25 de enero de 2022)
- III. Circular 1/2022, de 10 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión. – Texto consolidado. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.boe.es/buscar/pdf/2022/BOE-A-2022-666-consolidado.pdf>> (última consulta: 25 de enero de 2022)

FUENTES OFICIALES

- I. Bank of International Settlements. (Diciembre 2021) *DeFi risks and the decentralisation illusion*. Recurso on-line, disponible en: <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112b.pdf> (última consulta: 8 de enero de 2022)
- II. Comisión Europea. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones sobre una Estrategia de Finanzas Digitales para la UE. Recurso on-line, disponible en: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0591&from=ES>> (última consulta: 25 de enero de 2022)
- III. EBA. (Enero 2019) *Report with advice for the European Commission on crypto assets*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2545547/67493daa-85a8-4429-aa91->

- [e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf)> (última consulta: 2 de enero de 2022)
- IV. ESMA. (Enero 2019) *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. Recurso on-line, disponible en: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- V. Financial Action Task Force (FATF). (Octubre 2021) *Updated Guidance for a risk-based approach on Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/Updated-Guidance-VA-VASP.pdf>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- VI. Financial Stability Board (FSB). (Abril 2020) Consultative document: *Addressing the regulatory, supervisory and oversight challenges raised by “global stablecoin” arrangements*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140420-1.pdf>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- VII. G20 on work by the FSB and standard-setting bodies. (Julio 2018) *Crypto-assets Report*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P160718-1.pdf>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- VIII. G7 working group on Stablecoins. (Octubre 2019) Report: *Investigating the impact of global stablecoins*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.pdf>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- IX. International Monetary Fund (IMF). (Octubre 2021) *The global financial stability report. Chapter 2: The crypto ecosystem and financial stability*

challenges. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>> (última consulta: 2 de enero de 2022)

ARTÍCULOS

- I. ABC Blogs. (Octubre 2021) *Finanzas descentralizadas, finanzas para todos*. Recurso on-line, disponible en: <<https://abcblogs.abc.es/fiebre-del-oro/otros-temas/finanzas-descentralizadas-finanzas-para-todos.html?ref=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- II. Alberto J. Tapia Hermida. (Febrero 2021) *Desafíos en la regulación y supervisión de las criptomonedas. Jornada del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores del 24 de febrero de 2021*. Recurso on-line, disponible en: <<http://ajtapia.com/2021/02/desafios-en-la-regulacion-y-supervision-de-las-criptomonedas-jornada-del-instituto-iberoamericano-de-mercados-de-valores-del-24-de-febrero-de-2021/>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- III. BBVA. (Diciembre 2020) *BBVA lanza en Suiza su primer servicio comercial para la compra-venta y custodia de bitcoins*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.bbva.com/es/bbva-lanza-en-suiza-su-primer-servicio-comercial-para-la-compra-venta-y-custodia-de-bitcoins/>> (última consulta: 3 de enero de 2022)
- IV. Bit2me Academy. (Abril 2020) *¿Qué es DeFi o Finanzas Descentralizadas?* Recurso on-line, disponible en: <<https://academy.bit2me.com/que-es-defi-o-finanzas-descentralizadas/>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)

- V. Bolsamanía. (Noviembre 2021) *La batalla por los servicios financieros del futuro*. Recurso on-line, disponible en: <https://www.bolsamania.com/noticias/tuit-traders/batalla-servicios-financieros-futuro--8405268.html> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- VI. Cinco Días, El País. (Noviembre 2021) *Cos pide a la banca sus planes de negocio con plataformas digitales y criptomonedas hasta 2024*. Recurso on-line, disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/11/03/companias/1635968505_661964.html?ssm=TW_CM_CD (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- VII. Cinco Días, El País. (Octubre 2021) *De Cos obliga a los bancos a apuntarse en el nuevo registro si quieren ofrecer criptomonedas*. Recurso on-line, disponible en: https://cincodias-elpais-com.cdn.ampproject.org/c/s/cincodias.elpais.com/cincodias/2021/10/21/mercados/1634800359_216092.amp.html (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- VIII. Cinco Días, El País Economía. (Enero 2022) *El desplome del bitcoin arrastra a toda la industria de los criptoactivos*. Recurso on-line, disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/01/24/mercados/1643038038_357992.html (última consulta: 27 de enero de 2022)
- IX. CincoDías, El País Economía. (Diciembre 2021) *La UE retrasa hasta 2024 la aplicación de la norma sobre el bitcoin y otras criptos*. Recurso on-line, disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/12/17/mercados/1639745826_170666.html (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- X. CMS Albiñana & Suárez de Lezo. Ricardo Plasencia y Lucía Escauriaza. (Enero 2022) *Nueva circular de la CNMV sobre publicidad de criptoactivos*

presentados como objeto de inversión. Recurso on-line, disponible en: <https://cms.law/es/esp/publication/nueva-circular-de-la-cnmv-sobre-publicidad-de-criptoactivos-presentados-como-objeto-de-inversion>> (última consulta: 24 de enero de 2022)

- XI. Comisión Europea. (Septiembre 2019). *Carta de mandato de la presidenta electa Von der Leyen al vicepresidente Dombrovskis*. Recurso on-line, disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/mission-letter-valdis-dombrovskis-2019_en.pdf> (última consulta: 3 de enero de 2022)
- XII. Confilegal. (Diciembre 2021) *El impacto de las criptomonedas en el sistema financiero global es similar al que tuvo la llegada de internet*. Recurso on-line, disponible en: <https://confilegal.com.cdn.ampproject.org/c/s/confilegal.com/20211217-el-impacto-de-las-criptomonedas-en-el-sistema-financiero-global-es-similar-al-que-tuvo-la-llegada-de-internet/?amp>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- XIII. Confilegal. (Enero 2022) *El precio de la energía dificulta que España ocupe el papel de Kazajistán en el minado de criptomonedas*. Recurso on-line, disponible en: <https://confilegal.com/20220112-los-altos-precios-de-la-energia-dificultan-que-espana-ocupe-el-papel-de-kazajistan-en-el-minado-de-criptomonedas/>> (última consulta: 13 de enero de 2022)
- XIV. Confilegal. (Octubre 2021) *Combatir el blanqueo de capitales, condición para figurar en el registro de criptomonedas del Banco de España*. Recurso on-line, disponible en: <https://confilegal.com.cdn.ampproject.org/c/s/confilegal.com/20211022-combatir-el-blanqueo-de-capitales-condicion-para-figurar-en-el-registro-de-criptomonedas-del-banco-de-espana/amp/>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)

- XV. Consejo de la Unión Europea. (Noviembre 2021) *Paquete de finanzas digitales: el Consejo alcanza un acuerdo sobre los mercados de criptoactivos y la resiliencia operativa digital*. Recurso on-line, disponible en: <https://www.consilium.europa.eu/es/press/press-releases/2021/11/24/digital-finance-package-council-reaches-agreement-on-mica-and-dora/> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- XVI. DPO & IT law. (Octubre 2021) *Aspectos jurídicos a tener en cuenta en la emisión de criptoactivos por la empresa (utility token vs security token)*. Recurso on-line, disponible en: <https://www.dpoitlaw.com/aspectos-juridicos-a-tener-en-cuenta-en-la-emision-de-criptoactivos-por-la-empresa-utility-token-vs-security-token/> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- XVII. Economist & Jurist. (Noviembre 2021) *¿Qué es la minería de criptomonedas y por qué es importante?* Recurso on-line, disponible en: <https://www.economistjurist.es/economia/que-es-la-mineria-de-criptomonedas-y-por-que-es-importante/> (última consulta: 27 de diciembre de 2021)
- XVIII. El Confidencial. (Octubre 2021) *La guía que señala el futuro de las 'cripto' acaba de cambiar y esto es lo que está por venir*. Recurso on-line, disponible en: https://www.elconfidencial.com/tecnologia/2021-10-30/criptomonedas-gafi-legislacion-recomendaciones_3315377/ (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- XIX. El Economista. (Enero 2022) *El bitcoin y las criptomonedas ya tienen la capacidad para desencadenar un efecto dominó y desestabilizar los mercados, según el FMI*. Recurso on-line, disponible en: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11560546/01/22/Bitcoin-y-las-criptomonedas-ya-tienen->

[la-capacidad-para-desencadenar-un-efecto-domino-y-desestabilizar-los-mercados-segun-el-FMI.html](#)> (última consulta: 13 de enero de 2022)

- XX. ESIC. (Octubre 2019) *Stablecoins: las criptomonedas que sí terminarás utilizando.* Recurso on-line, disponible en: <<https://www.esic.edu/rethink/tecnologia/stablecoins-las-criptomonedas-que-si-terminaras-utilizando>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- XXI. Estrategias de inversión. (Julio 2021) *¿Qué son las crypto-whales y como actúan?* Recurso on-line, disponible en: <<https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/otras/que-son-las-cripto-whales-y-como-actuan-n-479637>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- XXII. Expansión. (Diciembre 2021) *La regulación pondrá a prueba el bitcoin.* Recurso on-line, disponible en: <http://rsocial.expansionpro.orbyt.es/epaper/xml_epaper/Expansión/18_12_2021/pla_8543_Nacional/xml_arts/art_22186902.xml> (última consulta: 2 de enero de 2022)
- XXIII. Expansión. (Noviembre 2021) *Hay más españoles que invierten en 'cripto' que en bonos.* Recurso on-line, disponible en: <<https://www.expansion.com/mercados/2021/11/18/6196ad82e5fdea48758b45fb.html>> (última consulta: 3 de enero de 2022)
- XXIV. Expansión. (Noviembre 2021) *La CNMV exige autorización para comercializar fondos de bitcoin.* Artículo publicado en el diario del día 4 de noviembre de 2021 (página 17).
- XXV. Financial Times. (Noviembre 2021) *UK crypto derivatives ban fails to protect retail investors.* Recurso on-line, disponible en:

<<https://www.ft.com/content/6e79e3e0-c7c9-4577-998c-5c79d24cf1d2>>

(última consulta: 20 de diciembre de 2021)

- XXVI. Funcas. (Abril 2021) *La capitalización de los criptomercados (enero-abril 2021)*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.funcas.es/odf/la-capitalizacion-de-los-criptomercados-enero-abril-2021/>> (última consulta: 2 de enero de 2022)
- XXVII. IEBS Blog. (Julio 2021) *¿Qué son las finanzas descentralizadas?* Recurso on-line, disponible en: <<https://www.iebschool.com/blog/que-son-las-finanzas-descentralizadas-finanzas/>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- XXVIII. JPMorgan. (Enero 2022) *Programmable payments: automation becomes reality*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.jpmorgan.com/solutions/treasury-payments/insights/programmable-payments-automation-becomes-reality>> (última consulta: 13 de enero de 2022)
- XXIX. KPMG. (Octubre 2021) *Nuevos horizontes ante la expansión de los criptoactivos*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.tendencias.kpmg.es/2021/10/nuevos-horizontes-expansion-criptoactivos/>> (última consulta: 2 de enero de 2022)
- XXX. La Información. (Enero 2022) *Banco Santander se arma en el mundo cripto para competir a nivel mundial*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.lainformacion.com/empresas/santander-mundo-cripto-competir-nivel-mundial/2856990/>> (última consulta: 13 de enero de 2022)
- XXXI. National Geographic. (Noviembre 2021) *¿Qué son las criptomonedas y como funcionan?* Recurso on-line, disponible en:

https://www.nationalgeographic.com.es/mundo-ng/que-son-criptomonedas-y-como-funcionan_16981/amp> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)

- XXXII. PwC. (Octubre 2021) *El impacto regulatorio de la Propuesta MiCA*. Recurso on-line, disponible en: <https://www.pwc.es/es/auditoria/assets/impacto-regulatorio-mica-en%20los-criptoactivos.pdf>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)
- XXXIII. PwC. (Octubre 2021) *Finanzas & Criptoactivos*. Recurso on-line, disponible en: <https://www.pwc.es/es/auditoria/newsletters/newsletter-criptoactivos-octubre2021.pdf>> (última consulta: 8 de enero de 2022)
- XXXIV. Vilá Abogados. (Junio 2021) *El próximo marco legal para la emisión de tokens o fichas referenciadas a activos (criptoactivos)*. Recurso on-line, disponible en: <https://vila.es/union-europea/el-proximo-marco-legal-para-la-emision-de-tokens-o-fichas-referenciadas-a-activos-criptoactivos/>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)

SITIOS WEB

- I. Finanzas descentralizadas. Preguntas frecuentes. Recurso on-line, disponible en: <https://finanzasdescentralizadas.org/faq/>> (última consulta: 8 de enero de 2022)
- II. Oficina virtual del Banco de España. Registro de proveedores de servicios de cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria y de custodia de monederos electrónicos. Recurso on-line, disponible en: <https://sedeelectronica.bde.es/sede/es/menu/tramites/autorizaciones-de-entidades-de-credito-y-otros/registro-de-proveedores-de-servicios-de-cambio-de-moneda-virtual-por-moneda-fiduciaria-y-de-custodia-de-monederos-electronicos.html>> (última consulta: 20 de diciembre de 2021)

ANEXO I: Documentación requerida en función del tipo de proveedor de servicios de criptoactivos que solicite la inscripción en el Registro del Banco de España

Documentación obligatoria	Persona Jurídica	Persona Física
Formulario para el alta en el registro de Proveedores de servicios de cambio moneda.	✓ Cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria	✓ Cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria
Formulario para el alta en el registro de Proveedores de servicios de custodia.	✓ Custodia de monederos electrónicos	✓ Custodia de monederos electrónicos
Documento acreditativo del alta como trabajador autónomo	N/A	✓ Sólo personas con establecimiento en España
Formulario para la evaluación de la idoneidad para proveedores de servicios de cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria y de custodia de monederos electrónicos.	✓ Formulario de evaluación de idoneidad para la persona jurídica solicitante y, además, un formulario de evaluación de idoneidad por cada una de las personas físicas que dirigen de forma efectiva la entidad, firmado por cada una de ellas	✓ Formulario de evaluación de idoneidad de la persona física que solicita la inscripción.
Certificado de Antecedentes Penales: Certificado de antecedentes penales cuya fecha de expedición no sea anterior a 3 meses a la de su presentación.	✓ Certificado de antecedentes penales de la persona jurídica solicitante y de cada una de las personas físicas que dirigen de forma efectiva la entidad.	✓ Certificado de antecedentes penales de la persona que solicita la inscripción.
Documento de Identidad:	✓ Copia del documento nacional de identidad/ pasaporte / número de identificación extranjero de cada una de las personas físicas que dirigen de forma efectiva la entidad.	✓ Copia del documento nacional de identidad / pasaporte / número de identificación extranjero de la persona física que solicita la inscripción.
Manual de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.	✓ Debe adjuntarse	✓ Debe adjuntarse
Documento de análisis de riesgos.	✓ Debe adjuntarse	✓ Debe adjuntarse

Fuente: Oficina Virtual del Banco de España.

ANEXO II: Publicación propia: Nueva circular de la CNMV sobre publicidad de criptoactivos presentados como objeto de inversión.

El pasado 17 de enero de 2022 se ha publicado en el BOE la Circular 1/2022, de 10 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”), relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión (la “Circular”).

La Circular, que entra en vigor el 17 de febrero de 2022, define el ámbito objetivo y subjetivo de la publicidad de criptoactivos, establece unos criterios que deben seguir las comunicaciones publicitarias de estos activos, y prevé un régimen de supervisión y de comunicación previa de la actividad publicitaria. En este sentido, es la primera norma publicada en un país de la Unión Europea que regule la publicidad de criptoactivos.

Están sujetas a la Circular todas las actividades publicitarias sobre criptoactivos (definidos como “*representación digital de un derecho, activo o valor que puede ser transferida o almacenada electrónicamente, utilizando tecnologías de registro distribuido u otra tecnología similar*”) dirigidas a inversores, incluso potenciales, en España en las que se ofrezcan o se llame la atención, de forma implícita o explícita, sobre criptoactivos como objeto de inversión.

Se presume que éste es el caso cuando se promueva su adquisición, o se haga referencia a su rentabilidad, precio o valor, actual o futuro, que sugiera una oportunidad de invertir en dicho criptoactivo, aun cuando pueda ser utilizado como medio de cambio.

Por otro lado, la actividad publicitaria se entiende dirigida a inversores en España cuando se realice (i) mediante medios físicos en España, (ii) a través de medios de comunicación españoles, o (iii) en español u otras lenguas oficiales en España, salvo que contenga medidas que demuestren que los servicios o productos publicitados no están dirigidos o no son accesibles a los inversores en España.

La Circular aplica a (i) los proveedores de servicios de criptoactivos, (ii) los proveedores de servicios publicitarios, y (iii) cualquier persona física o jurídica que realice estas actividades publicitarias, ya sea por iniciativa propia o en nombre de terceros.

En consecuencia, cualquier persona física o jurídica domiciliada en el extranjero que lleve a cabo publicidad de criptoactivos dirigida a inversores españoles queda sujeta a las normas de esta Circular.

Quedan excluidas del ámbito de aplicación de la Circular determinadas actividades publicitarias, como la publicidad de criptoactivos (i) que no sean susceptibles de ser objeto de inversión, (ii) que se consideren instrumentos financieros (quedando, por lo tanto, sujeta a las normas de publicidad correspondientes a estos activos), (iii) que sirvan exclusivamente para acceder digitalmente a un producto o servicio, únicamente aceptado por su emisor o proveedores relacionados con este contractualmente (*utility tokens*), y siempre que no ofrezcan expectativas de revalorización y cuando el volumen y condiciones sean congruentes con los derechos efectivos asociados al criptoactivo de que se trate, (iv) únicos y no fungibles (*NFT*) que no sean ofrecidos como mero objeto de inversión.

También quedan excluidas de la aplicación de la Circular (i) la documentación de los libros blancos (*white papers*) de nuevas emisiones de criptoactivos, (ii) las campañas publicitarias corporativas con información genérica sobre el proveedor de criptoactivos, incluyendo patrocinios deportivos, (iii) las presentaciones a analistas o inversores institucionales; (iv) las publicaciones de analistas independientes no patrocinadas o promocionadas, y (v) la publicidad sobre cursos o jornadas sobre criptoactivos a través de los que se fomente la inversión en éstos y siempre que no se ofrezcan de forma gratuita o por un precio simbólico.

Todas las comunicaciones comerciales deberán incluir información sobre los riesgos del criptoactivos con una advertencia específica y un enlace que incluya referencia a la información detallada sobre los riesgos del producto.

La CNMV supervisará estas actividades, llevando a cabo un control a posteriori de las comunicaciones publicitarias. No obstante, las campañas publicitarias masivas (aquellas dirigidas a un número superior a 100.000 personas utilizando cualquier medio publicitario), estarán sujetas a un régimen de control previo, exigiendo la CNMV la comunicación previa de la campaña al menos diez días hábiles antes de su ejecución. La falta de respuesta de la CNMV durante ese plazo no impide el inicio de la campaña publicitaria, pero no implica que la CNMV considere que la campaña cumple con la totalidad de exigencias de la Circular.