

Las criptomonedas como objeto de inversión*

Fernando Zunzunegui

Universidad Carlos III de Madrid

fernando.zunzunegui@uc3m.es

Resumen

La inversión en criptomonedas ha adquirido una relevancia financiera y social que impone la actuación de las autoridades. Con esta nueva tecnología surgen nuevos productos y servicios y se crean infraestructuras gestionadas por plataformas digitales que tramitan ecosistemas financieros. Aplicar a las criptofinanzas normas pensadas para las finanzas tradicionales es un marco deficiente en el que surgen lagunas regulatorias. La industria de las criptomonedas pide coherencia.

Palabras clave: criptomonedas, fenómeno monetario, instrumento financiero, DLT.

La inversión en criptomonedas, con una capitalización de tres billones de dólares en 2021, ha adquirido una relevancia financiera y social que impone la actuación de las autoridades. En España, uno de cada seis inversores ha adquirido criptoactivos¹, con un volumen total de 60.000 millones de euros². Estos productos surgen en 2009 tras publicarse un artículo bajo el seudónimo de Satoshi Nakamoto, de nueve páginas, con el protocolo para desarrollar Bitcoin como moneda basada en una tecnología de registros distribuidos con base en cadenas de bloques (Blockchain). En estos momentos hay miles de criptomonedas, entre las que destacan Bitcoin y Ethereum, con el 80% del valor de mercado³. La “tecnología de registros distribuidos” (“DLT”, por sus siglas en inglés) es un término genérico que se contrapone a los registros centralizados tradicionales utilizados por los sistemas de pagos y de liquidación de valores. Con esta nueva

* Destinado para su publicación en El Notario del Siglo XXI, N°105, 2022.

¹ European Commission, *Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study*, mayo 2022, pág. 11. Según CNMV, *Estudio sobre las criptomonedas y la efectividad de las medidas impulsadas por la CNMV*, 4 agosto 2022, el 6,8 % de los ciudadanos ha invertido en criptomonedas.

² HERNÁNDEZ DE COS, Pablo: “Crypto-assets: a financial authority’s view”, 31 mayo 2022, pág. 4.

³ Banco de España, “Especial Criptoactivos”, *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera 2022, pág. 159.

tecnología surgen nuevos productos y servicios. Se crean infraestructuras gestionadas por plataformas digitales que tramitan ecosistemas financieros.

Fenómeno monetario

Las criptomonedas son un fenómeno monetario. Su valor surge de la confianza en la tecnología, en los registros distribuidos que se identifican con Blockchain. Carecen del respaldo de un banco central. Pretenden crear un sistema monetario alternativo. Con estas aspiraciones, las criptomonedas han captado la atención de los inversores atraídos por su continua revalorización. Su alta volatilidad no les resta atractivo. Nacen como monedas, pero se desarrollan como inversiones. La crisis de las criptomonedas de la primavera de 2022 ha generado unas pérdidas por fraude o insolvencia de 600.000 millones de dólares.

“La inseguridad jurídica dificulta el desarrollo del negocio de criptomonedas, necesitado de un marco legal que favorezca la innovación, preservando la integridad del mercado y la protección de los inversores.”

Los bancos centrales y los supervisores se limitan a emitir advertencias, destacando sus riesgos. Son inversiones volátiles, carentes de la protección del ahorrador. No disponen de fondos de garantía. No son adecuadas para los inversores minoristas. Pero su comercialización no está prohibida. Se aplica un enfoque de regulación y supervisión por silos que no resulta adecuado para ordenar este ecosistema digital. Tan solo existen normas de prevención frente al blanqueo o el terrorismo, normas prudenciales en defensa de la estabilidad bancaria y, en España, un control de su publicidad por parte de la CNMV.

Los silos regulatorios llevan a medidas sectoriales que carecen de coherencia. Aplican a las criptofinanzas normas pensadas para las finanzas tradicionales. Es un marco deficiente en el que surgen lagunas regulatorias. La industria de las criptomonedas pide coherencia. La inseguridad jurídica dificulta el desarrollo del negocio, necesitado de un marco legal que favorezca la innovación, preservando la integridad del mercado y la protección de los inversores. Hay que avanzar en el diálogo entre las autoridades y los programadores para la adopción de estándares de buenas prácticas que se incorporen en el diseño de los protocolos. Ese es el camino emprendido por el Eurosistema con el Marco

Pisa en relación con los servicios de pago digitales⁴, y es el que se pretende alcanzar al considerar los criptoactivos como instrumentos financieros.

Criptoactivos como instrumentos financieros

El Proyecto de nueva Ley de los Mercados de Valores que se tramita en el Congreso amplía su ámbito a los instrumentos financieros “cuando se emitan utilizando tecnología de registros distribuidos u otras tecnologías similares” (art. 2.2). Esta exigencia se recoge en una propuesta de directiva que forma parte del Paquete de Finanzas Digitales de la Unión Europea⁵, previsión que ya se ha incorporado a los ordenamientos de varios Estados miembros como Francia⁶, Irlanda⁷ o Luxemburgo⁸. Sin embargo, el proyecto español va más allá de esta ampliación de su ámbito al dotar a los instrumentos representados por DLT de un régimen jurídico propio. En línea con el Derecho francés, parte del principio de equivalencia funcional para extender el régimen de las anotaciones en cuenta a las anotaciones en registros distribuidos.

El Proyecto considera aplicable el régimen de los valores negociables representados por anotaciones en cuenta a los instrumentos representados por DLT, siempre que los términos y condiciones de su emisión prevean la aplicación de la LMV o, en ausencia de esta previsión, el emisor tenga su domicilio social en España o designe un administrador del sistema DLT con domicilio social en España. Utiliza al emisor o a su mandatario

⁴ *Eurosystem oversight framework for electronic payment instruments, schemes and arrangements*, November 2021, quien amplía su vigilancia a todos los instrumentos de pago electrónicos que permiten las transferencias de valor entre usuarios finales, incluidos los activos digitales.

⁵ Art. 6 de la Propuesta de Directiva por la que se modifican las Directivas 2006/43/CE, 2009/65/CE, 2009/138/UE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/65/UE, (UE) 2015/2366 y (UE) 2016/2341, por el que se incluye en la definición de “instrumento financiero” “aquellos que se hayan emitido mediante tecnología de registro descentralizado”, según dice la versión española, apartándose de la literalidad de la versión inglesa que se refiere a la inclusión de “instruments issued by means of distributed ledger technology”, traduciendo “distributed” como “descentralizado”.

⁶ Francia se anticipó con l'ordonnance n° 2017-1674, de 8 diciembre de 2017 de reforma del Code monétaire et financier, según el cual: “Les titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central doivent être inscrits, au nom du propriétaire des titres, dans un compte-titres tenu par l'émetteur ou, sur décision de l'émetteur, dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé” (article L211-7); “L'inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé tient lieu d'inscription en compte” (article L211-3).

⁷ *Statutory Instrument n° 443/2022 - European Union (Markets in Financial Instruments) (Amendment) (n° 4) Regulations 2022*, 6 septiembre 2022.

⁸ Por Ley de 22 de enero de 2021 que modifica la Ley de 6 abril de 2013 sobre valores desmaterializados.

como centro de imputación de responsabilidad. Este requisito excluye del sistema legal a los sistemas basados en las finanzas descentralizadas en los que no puede identificarse a una entidad encargada.

“El Proyecto de nueva Ley de los Mercados de Valores que se tramita en el congreso dota a los instrumentos representados por DLT de un régimen jurídico propio.”

El administrador de la emisión de DLT es el equivalente a la entidad encargada de la llevanza en el sistema de anotaciones en cuenta. Conviene destacar que la figura clave del marco legal de los valores representados por DLT es la entidad encargada de la llevanza del sistema registral. Puede ser el propio emisor o un tercero. Cuando se trate de valores DLT admitidos a negociación, la función de administración corresponderá a la infraestructura autorizada por la CNMV⁹. De este modo, se crea un marco seguro para acceder a los centros de negociación y permitir así el desarrollo de las infraestructuras basadas en DLT. En particular, crea el marco para que BME pueda desarrollar con seguridad jurídica su nuevo modelo de negocio basado en DLT¹⁰.

Es, por tanto, un sistema registral que contempla la participación de un tercero de confianza. Es el administrador quien debe garantizar la efectividad del principio de equivalencia entre las anotaciones en cuenta y los registros DLT. El administrador se somete al control de la CNMV. Debe velar por el buen funcionamiento del sistema, permitir la identificación de los titulares y garantizarles el ejercicio de sus derechos. La gestión defectuosa o irregular de las emisiones de valores representados por DLT constituye una infracción grave a las normas de ordenación del mercado de valores o muy grave, cuando sea continua o afecte a una pluralidad de inversores.

El régimen proyectado recoge los requisitos que debe cumplir un sistema DLT para que sus valores sean reconocidos por la Ley española a efectos de ser comercializados y negociados en territorio español. Se mantiene el principio de unicidad que exige aplicar el mismo régimen de representación a todos los instrumentos de una misma emisión. Más

⁹ De conformidad con el Reglamento (UE) 2022/858, sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado.

¹⁰ Véase Tim GRANT, “Building next-generation institutional Digital Market Infrastructures”, *Alastria Legal*, n° 3, 2021, págs. 22-29.

allá de lo que ocurre con las anotaciones en cuenta, el emisor de DLT deberá poner a disposición de los titulares un documento en el que se identifiquen los instrumentos emitidos, el sistema de registro, de gobernanza y los planes de contingencia y continuidad del sistema. Frente a la aspiración de inmutabilidad e infalibilidad con que se presentan los sistemas DLT, el marco proyectado exige contemplar y gestionar los fallos del sistema.

“Sin regulación ni buen gobierno no es posible desarrollar un sistema financiero.”

En el documento de emisión se debe detallar el mecanismo para acreditar la titularidad sobre los valores, de tal modo que el sistema debe disponer de una funcionalidad que permita al titular acreditar la legitimación para la transmisión y ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por DLT. Por lo demás, la constitución de valores representados por DLT tiene lugar mediante el registro de la emisión y la puesta en circulación se produce con el registro de los suscriptores. Es la inscripción de la suscripción en el registro descentralizado lo que atribuye la titularidad. A su vez, la transmisión tendrá lugar por el registro de la transferencia de los valores, una vez validada la operación en la cadena de bloques, que equivale a la baja de los valores en la cuenta del transmitente y el alta en la del adquirente en el sistema de anotaciones en cuenta. El registro a favor del adquirente tiene el mismo efecto que la entrega de los títulos. Estas transmisiones, al igual que en el régimen de las anotaciones en cuenta, no requieren la intervención notarial. A los derechos reales también se les aplica la equivalencia funcional. Los derechos reales sobre valores representados por DLT deben quedar registrados. El registro de la prenda en el sistema DLT equivale al desplazamiento posesorio del título. La persona que aparezca legitimada en el sistema DLT se presume titular legítimo y podrá exigir del emisor que realice a su favor las prestaciones a que da derecho el valor.

Este régimen jurídico de los instrumentos financieros representados por DLT está pensado para permitir su incorporación a las Bolsas y demás centros de negociación, y se hace añadiendo a las tradicionales anotaciones en cuenta la representación a través de DLT con un régimen jurídico equivalente. La creación y emisión de criptomonedas y otros cryptoactivos seguirá siendo una actividad libre al amparo de la autonomía de la

voluntad, pero cuando el emisor pretenda que los valores representados por DLT sean considerados instrumentos financieros a efectos del sistema MiFID, deberá cumplir los requisitos reglamentados y someterse al régimen legal de creación, transmisión y legitimación. Con esta medida se trata de atraer a la industria de las criptomonedas hacia los mercados tradicionales. No se fuerza a utilizar esta puerta a los mercados regulados, pero lo cierto es que sin regulación ni buen gobierno no es posible desarrollar un sistema financiero. Este principio es universal. Se aplica a las finanzas tradicionales y a los ecosistemas de criptomonedas.