

**#GuíasATH21**

REGULACIÓN 2023



# DLT Pilot Regime

Nueva normativa europea para tokenización de  
instrumentos financieros.

**A  
T  
H21**

## DLT Pilot Regime, nueva normativa europea para tokenización de instrumentos financieros

El pasado 23 de marzo entró en vigor el Reglamento europeo sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado.

### ¿Qué es el Pilot Regime?

La legislación de la Unión en materia de servicios financieros no se concibió teniendo en cuenta ni la tecnología de registro descentralizado (blockchain u otras TRD) ni los criptoactivos, y existen disposiciones en la legislación vigente de la UE en materia de servicios financieros que pueden impedir o limitar el uso eficiente de la TRD en la emisión, negociación y liquidación de los criptoactivos que se consideran instrumentos financieros.

A lo anterior se suma la falta de infraestructuras del mercado que utilicen TRD y presten servicios de negociación y liquidación de los criptoactivos considerados instrumentos financieros.

Sin un mercado secundario capaz de proporcionar liquidez y que permita a los inversores comprar y vender tales activos, el mercado primario de los criptoactivos que se consideran instrumentos financieros nunca se expandirá de manera sostenible. Dada la importancia que se le da desde Europa y para ofrecer una solución, nace el Pilot Regime.

Con un régimen piloto, se permite que dichas infraestructuras del mercado basadas en la TRD queden temporalmente exentas de algunos requisitos específicos en virtud de la legislación de la Unión en materia de servicios financieros que, de otro modo, podrían impedirles desarrollar soluciones para la negociación y liquidación de operaciones con criptoactivos que se consideran instrumentos financieros.

En esencia, Pilot Regime surge de la necesidad de permitir el desarrollo de los criptoactivos que se consideran instrumentos financieros y el desarrollo de la tecnología de registro descentralizado, al tiempo que se preserva un elevado nivel de protección de los inversores, integridad del mercado, estabilidad financiera y transparencia, y se evita el arbitraje regulatorio y el vacío legal, para poner a prueba dichas infraestructuras del mercado basadas en la TRD.

En principio, a fin de permitir la innovación y la experimentación en un entorno normativo sólido, preservando al mismo tiempo la protección de los inversores, la integridad del mercado y la estabilidad financiera, los tipos de instrumentos financieros admitidos a negociación o registrados en una infraestructura del mercado basada en la TRD se limitarán a:

- acciones de emisores con una capitalización de mercado inferior a 500 millones de euros;
- obligaciones, otras formas de deuda titulizada con un volumen de emisión inferior a 1000 millones de euros, excluyendo del cálculo los bonos de empresas cuyos emisores tengan una capitalización bursátil inferior a 200 millones de euros en el momento de su emisión

- participaciones de instituciones de inversión colectiva armonizadas (UCITS) cuyos activos gestionados tengan un valor de mercado inferior a 500 millones de euros.

El Reglamento establece unos umbrales que podrían reducirse en determinadas situaciones. En particular, para evitar cualquier riesgo para la estabilidad financiera.

## ¿Para quién es relevante?

Para todas aquellas empresas interesadas en tokenizar los instrumentos financieros contemplados en la normativa y crear un mercado secundario de los mismos. En mayor medida, pueden beneficiarse del Régimen Piloto las Empresas de Servicios de Inversión, así como empresas que pese a no estar autorizadas, se pueden considerar expertas en el desarrollo y operación de mercados y marketplaces basados en TRD.

## Timeline

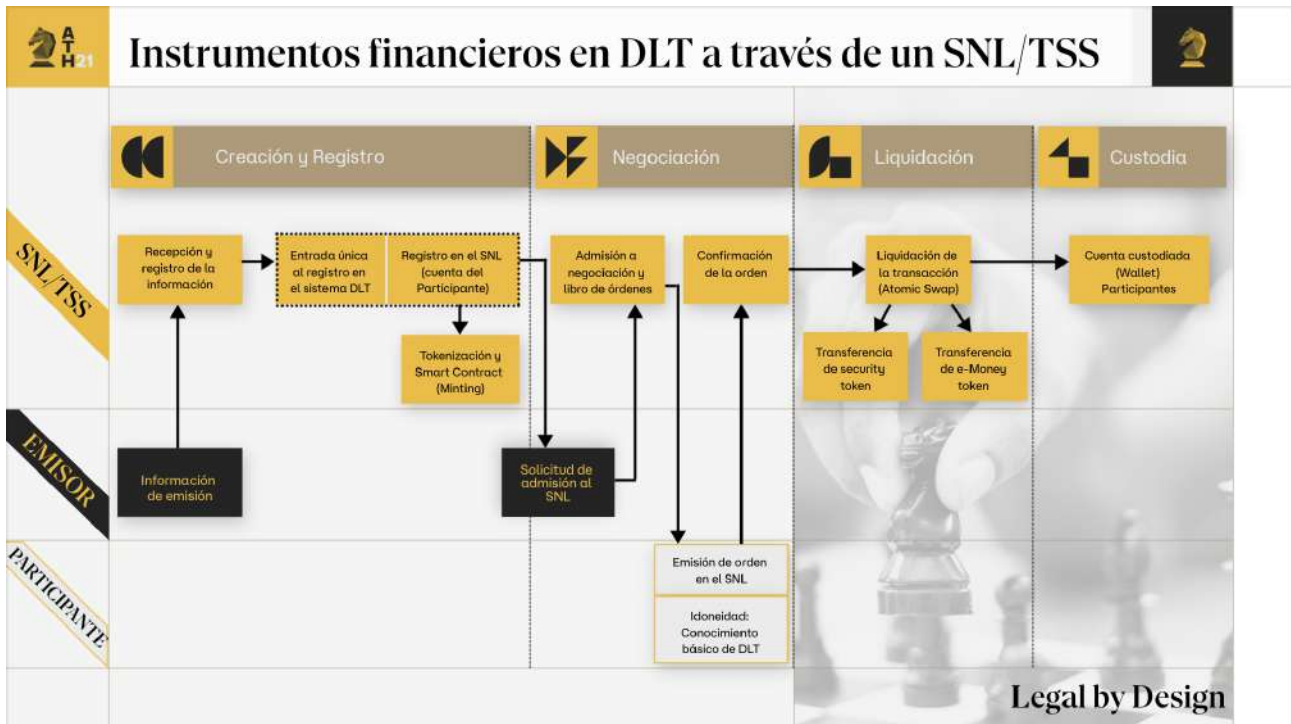


Tres años después de la fecha de aplicación del Reglamento, la AEVM deberá presentar a la Comisión un informe relativo a la evaluación del régimen piloto, a su vez sobre la base del informe de la AEVM, la Comisión deberá informar al Parlamento Europeo y al Consejo. Dicho informe deberá evaluar los costes y beneficios de ampliar el régimen piloto por un nuevo período, ampliar el régimen piloto a otros tipos de instrumentos financieros, hacer permanente el régimen piloto proponiendo las modificaciones adecuadas de la normativa de la Unión en materia de servicios financieros o poner fin al régimen piloto.

## Sujetos obligados y otros sujetos

Se introducen nuevas infraestructuras de mercado, basadas en la TRD, que podrán beneficiarse del Régimen Piloto:

1. los sistemas multilaterales de negociación basados en la TRD (en lo sucesivo, "SMN basados en la TRD"),
2. los sistemas de liquidación basados en la TRD ("SL basados en la TRD") y
3. los sistemas de negociación y liquidación basados en la TRD (en lo sucesivo, "SNL basados en la TRD").



Los conceptos de Sistema Multilateral de Negociación y Sistema de Liquidación se conocen respectivamente por la Directiva 2014/65 ("MiFID II") y el Reglamento 909/2014 de la UE, ("CSDR"). En el Régimen Piloto, se introduce la nueva figura de los SNL basados en TRD como combinación de ambos sistemas, que responde a una de las ventajas más claras de esta tecnología permitiendo la combinación de los servicios y actividades de negociación y poscontratación.

En principio, en virtud de este régimen, los SMN basados en TRD solo pueden ser operados por empresas de servicios de inversión y organismos rectores de mercado que gestionen el SMN basado en la TRD, tal como se definen en MiFID II. Los SL basados en TRD, por su parte, sólo pueden ser operados por depositarios centrales de valores, según se definen en la CSDR. Los SNL basado en TRD pueden ser gestionados tanto por empresas de inversión/organismos rectores de mercado que gestionan el SMN basado en la TRD, como por depositarios centrales de valores ("DCV").

## Exenciones

Las infraestructuras del mercado basadas en TRD obtendrán una autorización específica que permita exenciones temporales de algunos requisitos de MiFID II y del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores (Reglamento de DCV).

Es importante mencionar que el acceso al régimen piloto no debe limitarse a entidades ya autorizadas, sino que ha de estar abierto a nuevos participantes. Sin embargo, dichas entidades sólo pueden gestionar infraestructuras del mercado basadas en la TRD de conformidad con el Régimen Piloto, y su autorización debe revocarse una vez que haya expirado su autorización

específica, a menos que las entidades presenten una solicitud completa de autorización con arreglo al Reglamento (UE) 909/2014 a la Directiva 2014/65/UE.

Exenciones concretas para el organismo rector de SMN basado en TRD:

- A petición de un organismo rector de un SMN basado en la TRD, debe permitirse a las autoridades competentes también que concedan una exención de los requisitos de comunicación de operaciones con arreglo al Reglamento (UE) 600/2014, en determinadas condiciones.

Exenciones para el DCV que gestione un SL basado en la TRD (determinadas disposiciones del Reglamento (UE) 909/2014)

- Debe poder eximirse a los DCV que gestionen un SL basado en la TRD de las normas del Reglamento (UE) 909/2014 relativas al término "anotación en cuenta" en caso de que dicha exención sea necesaria para permitir el registro de los instrumentos financieros basados en la TRD en un registro descentralizado. Sin embargo, un DCV que gestione un SL basado en la TRD sigue teniendo el deber de garantizar la integridad de la emisión de los instrumentos financieros basados en la TRD en el registro descentralizado y la segregación de los instrumentos financieros basados en la TRD pertenecientes a distintos participantes.
- Debe permitirse una exención temporal para los DCV que gestionen un SL basado en la TRD de la disposición de dicho Reglamento sobre la liquidación en efectivo, a fin de desarrollar soluciones innovadoras en el marco del régimen piloto facilitando el acceso al dinero de bancos comerciales o el uso de "tóquenes de dinero electrónico".

## Interacción con otras normativas

El registro de valores, el mantenimiento de cuentas de valores y la gestión de sistemas de liquidación son actividades que también se encuentran reguladas por normativa no armonizada del Derecho nacional, como el Derecho de sociedades y la normativa en materia de valores. Por tanto, es importante que los organismos rectores de infraestructuras del mercado basadas en la TRD cumplan todas las normas aplicables y permitan a sus usuarios hacer lo mismo.

Asimismo, la normativa hace constantes referencias a MiFID II, por lo que la interacción con dicha normativa será fundamental.

Por último, la gestión de infraestructuras del mercado basadas en la TRD puede conllevar el tratamiento de datos personales. Cuando, a efectos del presente Reglamento, sea necesario el tratamiento de datos personales, este debe efectuarse de conformidad con el Derecho de la Unión relativo a la protección de los datos personales.

## En qué puede ayudar ATH21

Tal y como se desprende del propio Reglamento, no parece conveniente disponer de dos regímenes paralelos para las infraestructuras del mercado basadas en la TRD y las no basadas en la TRD. De tener éxito, el régimen piloto podría hacerse permanente modificando la normativa pertinente de la Unión en materia de servicios financieros de tal forma que se estableciese un marco único y coherente.

¿Estás valorando solicitar la autorización como Infraestructura de Mercado basado en TRD?  
¿Tienes dudas de cómo podrán afectar estas normativas o si ya lo hacen las actuales?

Nuestro equipo de profesionales tiene una amplia experiencia en el asesoramiento a participantes en el Sandbox Financiero para obtener las correspondientes autorizaciones que ofrece este Régimen Piloto. Nuestro equipo destaca por tener un conocimiento profundo y sólido de los modelos de negocio que se desarrollan y ejecutan en este sector, destacando por nuestra amplia experiencia, más de 9 años trabajando con este tipo de proyectos, que nos han llevado a ser incluidos como único despacho del capítulo "crypto" de la prestigiosa guía Chambers & Partners. Esto significa que podemos ayudar a los clientes a prepararse para la adaptación normativa a esta regulación de forma ágil y rápida.

## Equipo de trabajo



**Cris Carrascosa**  
CEO ATH21



**Marina Foncuberta**  
Abogado



**José Maria Vidal**  
Abogado



**Luis Ineba**  
Abogado



**Pablo G. Bartret**  
Abogado



**Javier Gavilán**  
Abogado