

TEMAS

Derecho de la empresa y los mercados

Entre el derecho vigente y la reforma normativa. Estudios con ocasión del décimo aniversario de La Ley Mercantil

Directores

Alberto Alonso Ureba, Arístides Jorge Viera González

Coordinadoras

M^a de la Concepción Chamorro Domínguez

Ascensión Gallego Córcoles

Luz María García Martínez

María Dolores Arranz Madrid

Si quieres adquirir esta obra haz click aquí



III LA LEY

© Alberto Alonso Ureba, Arístides Jorge Viera González, VV.AA., 2026
© ARANZADI LA LEY, S.A.U.

ARANZADI LA LEY, S.A.U.

C/ Serrano Galvache 26

28033 Madrid

www.aranzadilaley.es

Atención al cliente: <https://areacliente.aranzadilaley.es/publicaciones>

Primera edición: septiembre 2026

Depósito Legal: M-18522-2026

ISBN versión impresa: 979-13-88078-37-8

ISBN versión electrónica: 979-13-88078-38-5

Diseño, Preimpresión e Impresión: ARANZADI LA LEY, S.A.U.

Printed in Spain

© **ARANZADI LA LEY, S.A.U.** Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, ARANZADI LA LEY, S.A.U., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Diríjase a **Cedro** (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no asumirán ningún tipo de responsabilidad que pueda derivarse frente a terceros como consecuencia de la utilización total o parcial de cualquier modo y en cualquier medio o formato de esta publicación (reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación pública, transformación, publicación, reutilización, etc.) que no haya sido expresa y previamente autorizada.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

ARANZADI LA LEY no será responsable de las opiniones vertidas por los autores de los contenidos, así como en foros, chats, o cualesquiera otras herramientas de participación. Igualmente, ARANZADI LA LEY se exime de las posibles vulneraciones de derechos de propiedad intelectual y que sean imputables a dichos autores.

ARANZADI LA LEY queda eximida de cualquier responsabilidad por los daños y perjuicios de toda naturaleza que puedan deberse a la falta de veracidad, exactitud, exhaustividad y/o actualidad de los contenidos transmitidos, difundidos, almacenados, puestos a disposición o recibidos, obtenidos o a los que se haya accedido a través de sus PRODUCTOS. Ni tampoco por los Contenidos prestados u ofertados por terceras personas o entidades.

ARANZADI LA LEY se reserva el derecho de eliminación de aquellos contenidos que resulten inveraces, inexactos y contrarios a la ley, la moral, el orden público y las buenas costumbres.

Nota de la Editorial: El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de **ARANZADI LA LEY, S.A.U.**, es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

Si quieres adquirir esta obra haz click aquí



ÍNDICE SISTEMÁTICO

PARTE I.

EMPRESA Y EMPRESARIO

1. LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO. 25 AÑOS DE LA SENTENCIA CENTROS. Fernando Vives Ruiz.	37
I. PLANTEAMIENTO	39
II. EL CONTEXTO EN EL QUE SE DICTA LA SENTENCIA CENTROS	39
III. LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y DERECHO DE SOCIEDADES.	40
IV. EL MUTUO RECONOCIMIENTO DE LAS SOCIEDADES COMUNITARIAS: LAS ALTERNATIVAS DE POLÍTICA LEGISLATIVA Y EL BLOQUEO NORMATIVO	41
V. LA SENTENCIA CENTROS	42
VI. ¿POR QUÉ LA SENTENCIA CENTROS MARCÓ UN HITO? .	44
VII. PROYECCIÓN DE LA SENTENCIA CENTROS EN LA DOCTRINA POSTERIOR DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA	45
1. La consolidación de la doctrina Centros y su aplicación a las manifestaciones primarias de la libertad de establecimiento	45
2. La movilidad de las sociedades y la libertad de establecimiento	48
3. El derecho derivado de la Unión Europea y su evolución a caballo de la doctrina del Tribunal de Justicia.	50
4. Las diversas influencias de la doctrina del Tribunal de Justicia sobre la regulación de la Directiva de Movilidad	51



VIII. ¿QUÉ INFLUENCIA PUEDE TENER LA DIRECTIVA DE MOVILIDAD EN EL FUTURO DEL DERECHO DE SOCIEDADES EUROPEO?	53
2. DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA A LA SOSTENIBILIDAD. Santiago Hierro Anibarro.	57
I. INTRODUCCIÓN	59
II. LA CONSTATAción DEL FENóMENo EN LOS PRIMEROS CódIGOS DE BUEN GOBIERNO	59
III. LA CODIFICACIÓN DEL PRINCIPIO DE SOSTENIBILIDAD EN MATERIAS MEDIOAMBIENTALES Y SOCIALES	63
IV. LA INSTITUCIONALIZACIÓN DE LA GRAN EMPRESA Y LAS TRANSMUTACIONES DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA Y DEL INTERÉS SOCIAL EN LA SOSTENIBILIDAD DE LA EMPRESA Y EL PROPÓSITO DE LA SOCIEDAD	65
V. LA CONFLUENCIA DE LA SOSTENIBILIDAD COMO PRINCIPIO Y COMO NORMA.	68
3. LA RESPONSABILIDAD CIVIL DERIVADA DEL INCUMPLIMIENTO DE LA DIRECTIVA SOBRE DILIGENCIA DEBIDA DE LAS EMPRESAS EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD. Alberto J. Tapia Hermida.	71
I. INTRODUCCIÓN: NUEVAS OBLIGACIONES PARA LOS GESTORES DE LAS EMPRESAS Y NUEVAS RESPONSABILIDADES POR SU INCUMPLIMIENTO	73
II. LA RESPONSABILIDAD CIVIL DERIVADA DEL INCUMPLIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES IMPUESTAS POR LA DIRECTIVA (UE) 2024/1760.	74
A) Aspectos normativos	74
1. Carácter imperativo.	75
2. Carácter supletorio	75
B) Aspectos sustanciales.	75
1. El triángulo clásico de requisitos	75
2. El incumplimiento de las obligaciones de prevención y eliminación de los efectos adversos	76



3.	El daño causado: su relación con los efectos adversos para el medio ambiente o para los derechos humanos	77
4.	La indemnización íntegra —«ma non troppo»— del daño causado.	79
5.	La regla de proporcionalidad directa entre la amplitud de los conceptos empleados por las disposiciones susceptibles de infracción y el riesgo de tipificación de conductas generadoras de responsabilidad civil	79
6.	La nueva especie de seguros de responsabilidad civil empresarial derivada de la sostenibilidad.	79
C)	Aspectos procesales.	80
1.	Legitimación activa y acciones colectivas . . .	80
2.	Legitimación pasiva.	81
3.	Prescripción de la acción resarcitoria	82
4.	Medidas de cesación.	82
5.	Aspectos probatorios.	82
6.	Costas procesales	83
4.	ÉTICA EMPRESARIAL A CONTRACORRIENTE. Miguel Ruiz Muñoz.	85
1.	INTRODUCCIÓN	87
2.	EL INTERÉS EN LOS NEGOCIOS Y EL DESINTERÉS EN LA MORAL	89
3.	LOS ACTOS CON DOBLE MOTIVACIÓN NO TIENEN VALOR MORAL: KANT, SCHOPENHAUER Y ADAM SMITH. . .	92
4.	LA DOBLE MOTIVACIÓN EN ADAM SMITH SEGÚN AMARTYA SEN: CRÍTICA.	98
5.	LA ÉTICA DE LA VIRTUD Y LAS ÉTICAS APLICADAS: DEL RELATIVISMO A LA PRETENSIÓN REGULATORIA	100
5.	DESARROLLOS RECIENTES EN LA PRÁCTICA DE LAS MEDIDAS RESTRICTIVAS DE LA UE. Antonio Pastor Palomar.	105
I.	CARACTERIZACIÓN DE LAS MEDIDAS RESTRICTIVAS. . .	107



II.	LA EFICACIA Y EL CUMPLIMIENTO DE LAS SANCIONES DE LA UE.....	109
1.	¿Qué es un operador de la UE obligado al cumplimiento?	109
2.	La Directiva (UE) 2024/1226 y su transposición en España.....	112
III.	SANCIONES DE LA UE Y ARBITRAJE INTERNACIONAL ...	115
IV.	CONSIDERACIONES FINALES.....	117
6.	¿SON RESPONSABLES LAS EMPRESAS POR LOS DAÑOS CLIMÁTICOS QUE CAUSAN SUS EMISIONES EN OTROS PAÍSES?: ÚLTIMAS TENDENCIAS JURISPRUDENCIALES Y NORMATIVAS EN EUROPA. Ana Crespo Hernández.....	119
1.	INTRODUCCIÓN	121
2.	EMPRESAS Y LITIGACIÓN CLIMÁTICA	123
3.	LA SITUACIÓN EN LA JURISPRUDENCIA EUROPEA: LAS PERSPECTIVAS ABIERTAS POR EL CASO LLIUYA	125
3.1.	Introducción	125
3.2.	El establecimiento del nexo causal	126
3.3.	Multicausalidad y atribución del daño.....	127
3.4.	Responsabilidad de la matriz por los daños causados por las filiales	128
3.5.	La relevancia de la licitud de la actividad empresarial. El régimen de comercio de derechos de emisión	129
3.6.	El Juez como legislador	130
4.	DAÑOS CLIMÁTICOS Y RESPONSABILIDAD EMPRESARIAL POR INCUMPLIMIENTO DE OBLIGACIONES DE DILIGENCIA DEBIDA	131
5.	LOS ASPECTOS DE DERECHO INTERNACIONAL PRIVADO.....	132
5.1.	Competencia judicial internacional	133
a)	Normativa aplicable	133
b)	El foro del domicilio del demandado.....	133
c)	El foro extracontractual	134
5.2.	Ley aplicable	135



6.	CONCLUSIONES.....	137
7.	EL IMPACTO DE LA CESIÓN ILEGAL DE TRABAJADORES EN EL CONCEPTO LABORAL DE EMPRESA. Rodrigo Martín Jiménez	139
1.	UNA REALIDAD EMPRESARIAL DIFERENTE Y COMPLEJA .	143
2.	LA SUBCONTRATACIÓN DE OBRAS O SERVICIOS COMO SUPUESTO PROTOTÍPICO DE CESIÓN ILEGAL Y EL RECELO DEL LEGISLADOR ACTUAL.....	144
3.	GRUPOS DE EMPRESAS	149
4.	EMPRESAS DE TRABAJO TEMPORAL	150
5.	EMPRESAS MULTISERVICIOS	153
6.	FRANQUICIAS.....	153
7.	MERCHANDISING.....	155
8.	UN APUNTE FINAL: FONDOS DE GESTIÓN DE ACTIVOS Y MARCAS BLANCAS	157
8.	¿QUÉ FUE DE LA LEGISLACIÓN DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL?. Marta García Mandaloniz	159
1.	EL FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL PARA EL CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	161
2.	LO QUE FUE... ..	163
2.1.	Lo que fue de los mecanismos de financiación no directa	163
2.2.	Lo que fue de los mecanismos de financiación directa.....	167
3.	LO QUE ES.....	171
3.1.	Lo que es en la financiación directa vía financiación participativa.....	172
3.2.	Lo que es en la financiación no directa vía titulización.....	174
3.3.	Lo que es en la financiación directa vía mercados alternativos de capitales	175



4.	LO QUE SERÁ...	178
4.1.	Lo que será en la financiación no directa vía titulización	179
4.2.	Lo que será en la financiación directa vía mercados de capitales	181
5.	EL REFUERZO DEL FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL PARA EL CRECIMIENTO ECONÓMICO	186
9.	DIEZ AÑOS DE REGULACIÓN EUROPEA EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD: DE LA DIRECTIVA 2014/95/UE, SOBRE INFORMACIÓN NO FINANCIERA, A LA DIRECTIVA (UE) 2024/1760, SOBRE DILIGENCIA DEBIDA DE LAS EMPRESAS. María Valmaña Ochaíta	197
1.	INTRODUCCIÓN	199
2.	MARCO DE RELACIONES ENTRE LAS DIRECTIVAS CSDDD Y CSRD Y EL «GOBIERNO CORPORATIVO SOSTENIBLE»	200
3.	LIMITACIONES AL ALCANCE DE LA CSDDD Y EL RIESGO DE «SALIDA DE LAS EMPRESAS»	204
4.	REFLEXIONES FINALES	210
10.	LA TEORÍA DE LA EMPRESA EN UNA ECONOMÍA DESCENTRALIZADA: DEL IUS MERCATORUM AL CODE IS LAW. María del Sagrario Navarro Lérda.	217
1.	INTRODUCCIÓN: LA FICCIÓN JURÍDICA DE LA PERSONALIDAD JURÍDICA Y SUS LÍMITES EN LA REALIDAD DE LA CRIPTO ECONOMÍA	219
2.	EL FENÓMENO DE LAS ORGANIZACIONES AUTÓNOMAS DESCENTRALIZADAS COMO BANCO DE PRUEBAS: LOS INTENTOS DE REGULACIÓN Y EL ENFORCEMENT JUDICIAL	221
3.	EL AFORISMO «CODE IS LAW» Y SU INTERPRETACIÓN DESDE EL ÁMBITO DE LA AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD Y DEL IUS MERCATORUM	226
4.	CONCLUSIONES Y PROPUESTAS: ¿HACIA UNA «CODIFICACIÓN» BASADA EN ESTÁNDARES?	228



11. LA REFORMA DE LAS FUNDACIONES EMPRESARIALES.	Miguel Gimeno Ribes	231
1.	INTRODUCCIÓN	233
2.	DERECHO ESPAÑOL Y CONTEXTO COMPARADO Y EUROPEO	234
2.1.	Derecho español	234
2.2.	Tratamiento jurídico parcial de las fundaciones empresariales en el contexto europeo.	235
2.3.	La ley modelo del European Law Institute	235
3.	REALIDAD FÁCTICA Y RELEVANCIA DOCTRINAL	236
3.1.	Realidad fáctica	236
3.2.	Relevancia doctrinal	236
4.	LA REFORMA DE LAS FUNDACIONES EMPRESARIALES.	237
4.1.	Planteamiento general	237
4.2.	Constitución	238
4.2.1.	Finalidad fundacional	238
4.2.2.	Inscripción registral	239
4.3.	Estructura económico-financiera	241
4.4.	Modificaciones	242
4.4.1.	Modificaciones estatutarias	242
4.4.2.	Modificaciones estructurales	243
4.5.	Gobierno	244
4.5.1.	Estructura orgánica	244
4.5.2.	Deberes y responsabilidad de los patronos	245
4.5.3.	Retribución de los patronos	245
4.6.	Supervisión externa	246
4.7.	Fundación familiar	247
12. LA TRANSPARENCIA COMO PRINCIPIO GENERAL DEL DERECHO DEL MERCADO.	Félix Benito Osma	249
1.	LA TRANSPARENCIA COMO PRINCIPIO GENERAL DE ORDEN PÚBLICO ECONÓMICO Y SOCIAL EN UN DERECHO Y MERCADO ÚNICO EUROPEO SIMPLIFICADO Y COMPETITIVO	251



2.	EL PAPEL GARANTISTA DEL PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA POR EL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LA UE	254
3.	LA TRANSPARENCIA COMO PRINCIPIO UNITARIO FRENTE A CONDUCTAS ABUSIVAS EN LA CONTRATACIÓN CON CONDICIONES GENERALES	256
4.	LA PREVALENCIA DEL INTERÉS GENERAL EN EL MERCADO.	257
5.	LA CLARIDAD Y SIMPLIFICACIÓN DEL DERECHO Y SU INTERPRETACIÓN UNIFORME: EL TRATO JUSTO Y LA BUENA FE COMO EXPRESIÓN DEL PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA	261
6.	LA DIGITALIZACIÓN Y LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL (IA). LA CONTRATACIÓN AUTOMATIZADA EN UN MERCADO Y DERECHO UNIFORME, TRANSPARENTE Y SOSTENIBLE.	264
13.	CAMBIO CLIMÁTICO, DERECHOS HUMANOS Y DERECHO PRIVADO. Paulino Fajardo Martos	269
1.	INTRODUCCIÓN	273
2.	LOS PRIMEROS LITIGIOS: KIVALINA Y LA ACCIÓN POR RESPONSABILIDAD DE LAS EMPRESAS ENERGÉTICAS . . .	274
3.	LA INTERACCIÓN DE LOS DERECHOS HUMANOS: EL CASO URGENDA	275
4.	LA CONSOLIDACIÓN DE LOS DERECHOS HUMANOS COMO FUENTE DE LAS OBLIGACIONES DE LOS ESTADOS: KLIMASENIORINNEN	276
5.	ACCIONES CONTRA EMPRESAS ENERGÉTICAS Y DE AUTOMOCIÓN: LA DIFICULTAD EN EL DERECHO PRIVADO	277
5.1.	Milieudefensie y el uso antisocial del derecho.	278
5.2.	Acciones en Alemania contra el sector automotriz por las emisiones de los vehículos de motor de combustión e híbridos	280
5.3.	Activismo accionarial: la acción social de ClientEarth contra Shell.	282
6.	CONCLUSIONES.	283



PARTE II.

MERCADO DE VALORES, BANCA Y SEGUROS

14. REFLEXIONES SOBRE EL RÉGIMEN EUROPEO DE LAS OPAS EN EL VIGÉSIMO ANIVERSARIO DE LA DIRECTIVA. Andrés Recalde Castells	287
I. ORÍGENES Y PRINCIPIOS INSPIRADORES DE LA DIRECTIVA DE OPAS	289
II. EL CONTENIDO DE LA DIRECTIVA Y LOS LÍMITES A SU EFICACIA ARMONIZADORA DEL DERECHO DE LOS ESTADOS MIEMBROS	290
III. LA EVOLUCIÓN DEL DERECHO DE OPAS COMO «PIEDRA DE TOQUE» DE LA CONFLUENCIA CONTRADICTORIA EUROPA DEL DERECHO EUROPEO DEL MERCADO DE CAPITAL Y DE SOCIEDADES	294
IV. ¿Y CUÁL ES EL FUTURO DEL DERECHO EUROPEO DE OPAS?	296
V. BIBLIOGRAFÍA.	298
15. RC Y SEGURO EN LOS DRONES: UN REPASO CRÍTICO A 10 AÑOS DE NORMATIVA. María Jesús Guerrero Lebrón	301
1. LOS SUCESIVOS HITOS EN LA NORMATIVA DE DRONES	303
2. LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LOS OPERADORES DE DRONES: UNA REGULACIÓN QUE NO DESPEGA	304
2.1. Consideraciones generales.	304
2.2. Responsabilidad derivada de accidente	305
3. EL SEGURO OBLIGATORIO DE LOS DRONES: ALGUNOS AVANCES Y CUESTIONES PENDIENTES	312
3.1. Las novedades que incorpora el R.D. 517/2024.	312
3.2. Una mejora técnica con incoherencias de fondo	315
4. CONCLUSIONES.	316



16. UNA DÉCADA DE CAMBIOS Y DE ADAPTACIONES NORMATIVAS DIRIGIDAS A GARANTIZAR LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA.	Nuria Fernández Pérez	319
1. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR COMO PERMANENTE CUESTIÓN DE POLÍTICA JURÍDICA		321
2. MEDIDAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA «TRADICIONAL».		323
2.1. La protección de los inversores minoristas en el marco de la Estrategia de Inversión Minorista: de MIFID I a MIFID II		323
2.2. El nuevo contexto y la necesidad de evolución normativa: hacia MIFID III		326
3. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN CRIPTOACTIVOS: EL REGLAMENTO MICA.		328
4. ¿PROTEGE LA NORMATIVA EXISTENTE AL INVERSOR «TRADICIONAL» Y AL INVERSOR EN CRIPTOACTIVOS FRENTE A LA UTILIZACIÓN DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL?: NUEVOS RETOS.		331
5. ALGUNAS CONSIDERACIONES FINALES		334
17. DIEZ AÑOS DE LA MIFID II: HACIA UN RÉGIMEN ÚNICO DE LOS MERCADOS DE VALORES Y DE QUIENES EN ELLOS PARTICIPAN.	Reyes Palá Laguna	337
I. INTRODUCCIÓN		339
II. LAS CRISIS FINANCIERAS COMO DESENCADENANTES PRINCIPALES DE LAS REFORMAS LEGALES		343
III. EL FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE LOS MERCADOS DE VALORES. EL DILEMA ENTRE LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y LA REDUCCIÓN DE CARGAS ADMINISTRATIVAS A LAS EMPRESAS		347
IV. EL FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE LOS MERCADOS DE VALORES COMO VÍA SUPERADORA DE LAS DIFERENCIAS ENTRE LOS DERECHOS SOCIETARIOS NACIONALES		349
V. TENDENCIAS ACTUALES DEL DERECHO FINANCIERO Y SOCIETARIO: LA SOSTENIBILIDAD Y LA DIGITALIZACIÓN		351



18. LA TENSIÓN ENTRE LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y LA NECESIDAD DE GARANTIZAR LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO. Rafael Marimón Durá	355
1. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y DE LA CONFIANZA EN EL MERCADO COMO PIEDRA ANGULAR EN LA REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO.....	357
1.1. La conexión entre la protección del inversor y el correcto funcionamiento del mercado.....	357
1.2. La protección del inversor en las Ofertas Públicas de Suscripción de Acciones bancarias (el ejemplo del Caso Bankia)	361
1.3. La protección del inversor en supuestos de comercialización irregular de productos financieros complejos	362
2. LA TENDENCIA A LA POSPOSICIÓN DE LA TUTELA DEL INVERSOR —O DEL CLIENTE BANCARIO—, EN SITUACIONES DE CRISIS, POR EXIGENCIAS DE LA «ESTABILIDAD FINANCIERA» O DEL «ORDEN PÚBLICO ECONÓMICO»	365
2.1. La «afectación del orden público económico» y el carácter retroactivo de la declaración de nulidad de determinadas cláusulas suelo.....	365
2.2. La «estabilidad del sistema financiero» en la resolución del Banco Popular	367
2.3. La necesidad de «garantizar la estabilidad del sistema bancario» y «evitar un riesgo sistémico» en el Caso Banco Espirito Santo	373
3. VALORACIÓN CRÍTICA.....	375
19. LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS MEDIOAMBIENTALES A TRAVÉS DE LA INVERSIÓN SOSTENIBLE: EL REGLAMENTO DE BONOS VERDES EUROPEOS. M. ^a de la Concepción Chamorro Domínguez	377
1. INTRODUCCIÓN	379
2. EL SURGIMIENTO DE LOS BONOS VERDES. REFERENCIA A LA PUBLICACIÓN DE DIRECTRICES VOLUNTARIAS QUE ESTABLECEN BUENAS PRÁCTICAS PARA LA EMISIÓN DE BONOS VERDES.....	382



3.	EL NUEVO RÉGIMEN JURÍDICO CONTENIDO EN EL REGLAMENTO BVEU	386
3.1.	Requisitos de la designación «Bono Verde Europeo» o «BVEu»	387
3.1.1.	Uso de los ingresos	387
3.1.2.	Requisitos de transparencia y verificación externa	388
3.2.	Condiciones para el uso de la designación «bono verde europeo» o «BVEu» en lo que respecta a los bonos de titulización	390
3.3.	Régimen opcional para bonos medioambientalmente sostenibles y bonos vinculados a la sostenibilidad ...	391
4.	CONSIDERACIÓN FINAL	392
 20. DIEZ AÑOS DEL RÉGIMEN DEL SECTOR ASEGURADOR: ENTRA LA LOSSEAR Y LA LCS, PASANDO POR LA NORMATIVA DE DISTRIBUCIÓN DE SEGUROS. María Jesús Peñas Moyano ...		397
1.	INTRODUCCIÓN: LA CONVIVENCIA DE TRES TEXTOS FUNDAMENTALES	399
2.	SOLVENCIA II E IDD ENTRAN EN TIEMPO DE MÁS REFORMAS; LA LCS PERMANECE	401
3.	LA ANSIADA REFORMA DE LA LCS	406
4.	LA OPORTUNIDAD DE ELABORAR UN CÓDIGO DEL SEGURO	409
 21. EL CONTRATO DE LIQUIDEZ EN EL MERCADO DE VALORES. Paula del Val Talens		411
1.	CONCEPTO Y FUNCIÓN ECONÓMICA	413
2.	CARACTERIZACIÓN Y DINÁMICA DEL CONTRATO	414
2.1.	Partes del contrato	415
2.2.	Objeto del contrato. Las acciones en autocartera como elemento real.	416
2.3.	Dinámica contractual y régimen extintivo	418
3.	RÉGIMEN SOCIETARIO: ACCIONES PROPIAS DEL EMISOR	420
3.1.	Autorización de la junta general	420



3.2. Política de autocartera e intervención del consejo de administración.	421
4. RÉGIMEN DE ABUSO DE MERCADO: PRÁCTICA DE MERCADO ACEPTADA.	422

PARTE III.

DERECHO DE LA COMPETENCIA, CONSUMO Y PUBLICIDAD COMERCIAL

22. BREVES REFLEXIONES SOBRE ALGUNAS TENDENCIAS EN EL ACTUAL DERECHO CONTRA LA COMPETENCIA DESLEAL. Anxo Tato Plaza	427
--	-----

1. INTRODUCCIÓN	429
2. FRAGMENTACIÓN OBJETIVA	429
3. FRAGMENTACIÓN SUBJETIVA	432
4. «ADMINISTRATIVIZACIÓN»	432
4.1. La naturaleza dual del ilícito desleal	432
4.2. La normativa especial en materia de publicidad	433
5. DESCENTRALIZACIÓN TERRITORIAL Y PLURALIDAD DE ÓRGANOS DE CONTROL	434
6. EL CRECIENTE PROTAGONISMO DE LOS SISTEMAS DE AUTORREGULACIÓN	435
7. «POSITIVIZACIÓN»	435

23. LAS TENSIONES ENTRE LAS GARANTÍAS DEL DERECHO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Y EL DERECHO DE LA COMPETENCIA: ALGUNAS REFLEXIONES A PROPÓSITO DE LAS SANCIONES A REPRESENTANTES LEGALES Y DIRECTIVOS DE LAS EMPRESAS. Javier Guillén Caramés	439
--	-----

I. INTRODUCCIÓN: EL COMPLEJO EQUILIBRIO ENTRE LA NECESARIA EFICACIA DISUASORIA DEL DERECHO SANCIONADOR DE LA COMPETENCIA Y EL RESPETO DE LAS GARANTÍAS DEL DERECHO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR	441
---	-----



II.	LA PREVISIÓN EN EL DERECHO DE LA COMPETENCIA DE LAS SANCIONES A DIRECTIVOS Y REPRESENTANTES LEGALES	443
III.	LA APLICACIÓN DE LAS SANCIONES A DIRECTIVOS Y REPRESENTANTES LEGALES POR PARTE DE LAS AUTORIDADES DE COMPETENCIA Y SUS FRICCIONES CON EL DERECHO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR	446
1.	La delimitación del concepto de representante legal de empresa	447
2.	La delimitación de órgano directivo. ¿Afecta tanto a órganos unipersonales como a colegiados?	448
3.	Aproximación material y no formal al concepto de órgano directivo	449
IV.	LA SALVAGUARDA DE LOS PRINCIPIOS DE RESPONSABILIDAD Y CULPABILIDAD DEL DERECHO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR	450
1.	La previsión del art. 63.2 LDC no configura una responsabilidad objetiva	451
2.	La dificultad de concretar el título de imputación y el grado de responsabilidad en el que incurren los representantes legales y los directivos.	453
24.	DIEZ AÑOS (O MÁS) EN BUSCA DE UNA SOLUCIÓN A LA LITIGACIÓN EN MASA. Fernando Gascón Inchausti.	459
25.	CIENCIA ABIERTA Y PROPIEDAD INTELECTUAL. Fernando Carbajo Cascón	471
1.	INTRODUCCIÓN	473
2.	PANORAMA DEL ACCESO ABIERTO A LA INFORMACIÓN CIENTÍFICA: LAS RUTAS Y HERRAMIENTAS JURÍDICAS PARA LLEGAR A LA CIENCIA ABIERTA	476
3.	IMPULSO NORMATIVO DE LA CIENCIA ABIERTA	478
4.	TITULARIDAD DE DERECHOS SOBRE OBRAS CIENTÍFICAS Y RÉGIMEN JURÍDICO DE ACCESO ABIERTO/CIENCIA ABIERTA EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL.	481
4.1.	Las Leyes de Economía Sostenible y de Ciencia, Tecnología e Innovación de 2011	481



4.2. La reforma de la Ley de Ciencia, Tecnología e Innovación del año 2022	483
5. CODA CRÍTICA	491
26. DIEZ AÑOS DE REFORMAS DEL DERECHO INDUSTRIAL. Ángel García Vidal	497
1. PRELIMINAR	499
2. LA REFORMA DEL DERECHO DE MARCAS.	500
3. LA UNIFICACIÓN (INCOMPLETA) DE LA NORMATIVA SOBRE INDICACIONES GEOGRÁFICAS	501
4. LA REFORMA DEL DERECHO DEL DISEÑO INDUSTRIAL .	503
5. EL DERECHO DE PATENTES EN EL PERÍODO 2014-2024: HITOS Y REFORMAS PENDIENTES	506
6. LAS PROPUESTAS DE REFORMA DEL DERECHO DE LOS CERTIFICADOS COMPLEMENTARIOS DE PROTECCIÓN ..	510
7. LA REFORMA PENDIENTE DEL DERECHO DE LAS OBTENCIONES VEGETALES	512
8. LA ESPECIALIZACIÓN JUDICIAL	513
27. LA PROTECCIÓN JURÍDICA DE LA INNOVACIÓN VEGETAL ANTE LOS RETOS QUE PLANTEAN LAS NUEVAS TÉCNICAS DE EDICIÓN GENÓMICA. M. ^a Mercedes Curto Polo	515
1. PLANTEAMIENTO DEL DEBATE	517
2. LA PROTECCIÓN JURÍDICA DE LAS INNOVACIONES VEGETALES RESULTANTES DE LAS NTGS A TRAVÉS DE LA PROPIEDAD INTELECTUAL: ESTADO DE LA CUESTIÓN ..	522
28. UNA REFLEXIÓN ACERCA DEL CRITERIO ATRIBUTIVO DE COMPETENCIA OBJETIVA EN EL PROYECTO DE LEY DE ACCIONES COLECTIVAS PARA LA PROTECCIÓN Y DEFENSA DE LOS DERECHOS E INTERESES DE LOS CONSUMIDORES Y USUARIOS. Amanda Cohen Benchetrit	539
1. INTRODUCCIÓN	541
2. ESCENARIO ACTUAL DE LAS ACCIONES COLECTIVAS EN ESPAÑA	542



3.	TRANSPOSICIÓN Y CRITERIO DE ATRIBUCIÓN DE COMPETENCIA OBJETIVA PARA EL CONOCIMIENTO DE LAS ACCIONES COLECTIVAS EN LA NORMATIVA PROYECTADA	543
3.1.	Aproximación al Proyecto de ley de acciones colectivas para la protección y defensa de los derechos e intereses de los consumidores y usuarios	543
3.2.	Especial referencia al criterio de atribución de la competencia objetiva	545
4.	CONCLUSIÓN.....	551
29.	COMERCIO ELECTRÓNICO TRANSFRONTERIZO: EVALUACIÓN DEL REGLAMENTO SOBRE BLOQUEO GEOGRÁFICO. Eva R. Jordá Capitán	553
1.	INTRODUCCIÓN	555
2.	EL MERCADO ÚNICO DIGITAL Y EL BLOQUEO GEOGRÁFICO COMO UNO DE SUS PRINCIPALES OBSTÁCULOS. .	555
3.	LA LLEGADA DEL REGLAMENTO 2018/302 SOBRE MEDIDAS DESTINADAS A IMPEDIR EL BLOQUEO GEOGRÁFICO INJUSTIFICADO Y OTRAS FORMAS DE DISCRIMINACIÓN POR RAZÓN DE NACIONALIDAD, LUGAR DE RESIDENCIA O DE ESTABLECIMIENTO DE LOS CLIENTES (RBG).....	558
4.	SOBRE EL PROCESO DE REVISIÓN DEL RBG Y PROPUESTAS DE MEJORA	564
5.	A MODO DE CONCLUSIÓN.....	574
30.	DE LA (IN) APLICACIÓN PRIVADA DEL DERECHO DE LA COMPETENCIA A «LAS ACCIONES DE REPRESENTACIÓN» EN LA LEY DE MERCADOS DIGITALES: DIEZ AÑOS DAN PARA MUCHO.. M. ^a Victoria Torre Sustaeta	577
I.	PREFACIO: DEL MITO A LA REALIDAD	579
II.	CONSUMIDORES Y <i>CLASS ACTIONS</i> EN DERECHO DE LA COMPETENCIA: LO QUE EL VIENTO SE LLEVÓ	582
III.	MÁS VALE TARDE, QUE NUNCA: LAS «ACCIONES DE REPRESENTACIÓN» EN LA LEY DE MERCADOS DIGITALES. .	585



31. EL DELITO DE CORRUPCIÓN EN LOS NEGOCIOS COMO MEDIO PARA LA PROTECCIÓN DE LA COMPETENCIA DESLEAL: UN PARADIGMA DE INEFICIENCIA LEGISLATIVA. Guillermo García-Panasco Morales	589
--	-----

PARTE IV.

CONTRATACIÓN MERCANTIL

32. EL CONCEPTO DE DERECHO COMÚN EN EL CÓDIGO DE COMERCIO, PROBLEMAS DE SU FALTA DE DEFINICIÓN NORMATIVA Y POSIBLES SOLUCIONES. Anselmo Martínez Cañellas	607
1. INTRODUCCIÓN: LAS LAGUNAS DEL DERECHO MERCANTIL Y LA NECESIDAD DE UNA NORMA SUPLETORIA DE DERECHO CIVIL	609
2. EL DERECHO COMÚN EN EL CÓDIGO DE COMERCIO DE 1829	610
3. EL TÉRMINO DE DERECHO COMÚN EN EL CÓDIGO DE COMERCIO DE 1885 HASTA EL INICIO DEL PROCESO COMPILADOR DE LOS DERECHOS CIVILES FORALES O ESPECIALES	611
4. COMPILACIONES COMO DERECHO COMÚN EN EL CÓDIGO DE COMERCIO DE 1885. EL CAMBIO DE CRITERIO DEL TRIBUNAL SUPREMO DESDE 1968	613
5. DESPUÉS DE LAS REFORMAS DE LOS DERECHOS CIVILES PROPIOS AUTONÓMICOS, EL CÓDIGO CIVIL ESPAÑOL DEJA DE SER EL ÚNICO SUPLETORIO	613
5.1. Derecho civil autonómico como Derecho común aplicable supletoriamente al artículo 943 del Código de Comercio sobre prescripción	615
5.2. Aplicación del Código de Comercio excluyente de la aplicación del Derecho civil común. La inaplicación de la rescisión por lesión ultra dimidium	616
5.3. Código Civil español como derecho propio aplicable supletoriamente a la norma mercantil, con exclusión del civil autonómico	617
5.4. Forum shopping.	618



6.	LA STC 132/2019 Y LA TENSIÓN DISGREGADORA GENERADA POR LOS DERECHOS CIVILES AUTONÓMICOS EN EL CÓDIGO DE COMERCIO	619
7.	SOLUCIONES POSIBLES A LA TENSIÓN DISGREGADORA DEL CÓDIGO DE COMERCIO GENERADA POR LOS DERECHOS COMUNES CIVILES AUTONÓMICOS. EN ESPECIAL, EL DERECHO MERCANTIL UNIFORME	621
8.	CONCLUSIONES	624
33.	LUCES Y SOMBRAS EN LOS USOS MERCANTILES. Pilar Perales Viscasillas	627
I.	INTRODUCCIÓN	629
II.	LOS USOS MERCANTILES Y LAS PRÁCTICAS	630
III.	USOS MERCANTILES Y <i>LEX MERCATORIA</i>	635
IV.	USOS MERCANTILES Y <i>SOFT LAW</i>	637
V.	CONCLUSIÓN	640
34.	SOBRE LA CONVENIENCIA DE REFORMAR EL ARTÍCULO 3 DE LA LEY DE CONTRATO DE SEGURO Y OTROS EXTREMOS DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA CONTRATACIÓN PREDISPUESA. Luis María Miranda Serrano	643
1.	PLANTEAMIENTO Y PROPÓSITO	645
2.	OPCIONES PRINCIPALES <i>DE LEGE FERENDA</i> PARA INTERVENIR SOBRE EL ARTÍCULO 3 DE LA LEY DE CONTRATO DE SEGURO	645
3.	OTRAS POSIBLES REFORMAS DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA CONTRATACIÓN PREDISPUESA	649
3.1.	En relación con el control de contenido o abusividad	649
3.2.	En relación con el control de transparencia material	653
4.	CONSIDERACIONES FINALES	655
5.	DESIDERATUM	658
35.	LA NECESARIA REFORMA DE LA LEY SOBRE NAVEGACIÓN AÉREA. M. ^a Victoria Petit Lavall	659



36. ¿DÓNDE UBICAMOS LAS CONDICIONES GENERALES DE LA CONTRATACIÓN EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO?. Klaus Jochen Albiez Dohrmann	673
37. DIEZ AÑOS DE LA DETERMINACIÓN DE TARIFAS DE LAS ENTIDADES DE GESTIÓN A CARGO DE LA SECCIÓN PRIMERA DE LA COMISIÓN DE PROPIEDAD INTELECTUAL. Rafael Sánchez Arísti	689
1. INTRODUCCIÓN	691
2. LAS TARIFAS DE LAS ENTIDADES DE GESTIÓN	692
3. LA SECCIÓN PRIMERA DE LA COMISIÓN DE PROPIEDAD INTELECTUAL Y SU FUNCIÓN DE DETERMINACIÓN DE TARIFAS.	692
3.1. Aproximación conceptual y objetivos perseguidos con la atribución a la SPCPI de una función de determinación de tarifas	693
3.2. Cuestiones relacionadas con el diseño del órgano: errónea configuración orgánica y carencia de medios propios	695
3.3. Cuestiones relacionadas con el contenido de sus resoluciones: fundamentación jurídica versus fundamentación económica	697
4. LA REVISIÓN JURISDICCIONAL DE LA RESOLUCIONES DE LA SPCPI	705
38. ANÁLISIS CRÍTICO DEL MARCO REGULATORIO DEL ALQUILER TURÍSTICO: A PROPÓSITO DEL REGISTRO ÚNICO DE ARRENDAMIENTOS DE CORTA DURACIÓN. Francisco González Castilla	709
1. EL PROBLEMA REGULATORIO DEL ALQUILER TEMPORAL A TRAVÉS DE PLATAFORMAS EN ESPAÑA.	711
2. UN PASEO ALEATORIO SOBRE LA REALIDAD SOCIOECONÓMICA DEL MERCADO DE LA VIVIENDA	712
3. LOS TRES CÍRCULOS DE REGULACIÓN DE LOS ARRENDAMIENTOS TEMPORALES A TRAVÉS DE PLATAFORMAS: EL ESTADO CONTRA UN MODELO DE NEGOCIO	715



3.1.	El primer círculo. Las competencias municipales y autonómicas sobre turismo y suelo: licencias, registros administrativos y moratorias	715
3.2.	El segundo círculo. Referencia al derecho de veto de las comunidades de vecinos	718
3.3.	El tercer círculo. El registro único de arrendamientos de corta duración, entre la transparencia y la intervención	720
3.3.1.	El fundamento del registro: el Reglamento 2024/1028 ante la expansión de los servicios turísticos de plataforma	720
3.3.2.	Luces y sombras del registro e intercambio de datos sobre los arrendamientos de plataforma en España	722
A)	Sobre los objetivos y ámbito de aplicación del Real Decreto 1312/2024	723
B)	Breve referencia a las obligaciones de anfitriones y plataformas en el Real Decreto 1312/2024	726
C)	En torno al funcionamiento del registro único de arrendamientos y la ventanilla única digital	727
4.	CONCLUSIONES: LOS PRINCIPALES RIESGOS REGULATORIOS DE LOS SISTEMAS DE CONTROL, REGISTRO Y RECOGIDA DE DATOS DEL ARRENDAMIENTO A TRAVÉS DE PLATAFORMAS	730
39.	LA ONDA EXPANSIVA DE LAS CLÁUSULAS ABUSIVAS: ÚLTIMAS RESONANCIAS. Jorge Tomillo Urbina	733
I.	INTRODUCCIÓN	735
II.	PRIMERAS TENSIONES: UNA INACEPTABLE ESTRATEGIA BANCARIA.	735
III.	SU PROYECCIÓN SOBRE LA PRÁCTICA JURISPRUDENCIAL: LA NULIDAD «IRRETROACTIVA»	736
IV.	UN DESEMPEÑO DESIGUAL.	737
V.	PRIMERAS RECTIFICACIONES.	739
VI.	EL CONTROL DE LA COMISIÓN DE APERTURA	739



VII.	EL PROBLEMA DE LA PRESCRIPCIÓN DE LA ACCIÓN RES- TITUTORIA	740
1.	La cuestión	740
2.	El dies a quo	741
3.	La rectificación	742
VIII.	CONTROL DE TRANSPARENCIA Y ACCIONES COLECTI- VAS	743
1.	El criterio restrictivo	743
2.	El criterio inclusivo	744
3.	Algunas dudas persistentes	745
IX.	LA IMPOSICIÓN AL CONSUMIDOR DE LAS COSTAS PRO- CESALES.	746
1.	El principio de efectividad	746
2.	Algunas resistencias	746
X.	EL DETERIORO REPUTACIONAL	747
1.	La inacción legislativa	747
2.	Tocando fondo: los gastos hipotecarios derivados del IAJD.	748
3.	De la inacción a la dirimencia	749
4.	Las soluciones legislativas: brevísimo apunte.	749
40.	EL DERECHO DE LA DISTRIBUCIÓN EN LOS ÚLTIMOS 10 AÑOS. Jaume Martí Miravalls	751
1.	INTRODUCCIÓN Y CARACTERIZACIÓN DEL DERECHO DE LA DISTRIBUCIÓN.	755
2.	CUESTIONES DE ÍNDOLE REGULATORIA	756
3.	EL AUGE Y CONSOLIDACIÓN DEL MERCADO ONLINE Y LOS SERVICIOS DIGITALES	760
4.	EL FIN DEL BOOM DE LA LITIGACIÓN EN ESTACIONES DE SERVICIOS	762
5.	LOS CAMINOS PARA LA COMPENSACIÓN POR CLIENTE- LA	763
6.	CONCLUSIONES	766



41. EL TRATAMIENTO JURÍDICO UNIFICADO DE LOS CONTRATOS DE COMISIÓN Y MANDATO: OBJETIVO PATENTE. Nerea Iráculis Arregui	767
42. DIEZ AÑOS DE LA INSURANCE ACT 2015: ¿INSPIRACIÓN PARA UNA MODIFICACIÓN DE LA LEY DE CONTRATO DE SEGURO?. Milagros Sanz Parrilla	785
1. INTRODUCCIÓN	787
2. DEBER DE DECLARACIÓN DEL RIESGO	788
3. CLÁUSULAS QUE PERMITEN LA LIBERACIÓN DEL ASEGURADO: WARRANTIES Y CONDITIONS PRECEDENT ...	791
4. DEMORA EN EL PAGO DE LA INDEMNIZACIÓN	793
5. CONCLUSIÓN	796

PARTE V.

DERECHO MERCANTIL DIGITAL

43. EL DERECHO DE CONTROL SOBRE LOS DOCUMENTOS ELECTRÓNICOS NEGOCIABLES. Prof. Dr. H. C. Rafael Illescas Ortiz	799
1. FUNDAMENTO DE LA INNOVACIÓN CONCEPTUAL	801
2. LA ECLOSIÓN NORMATIVA DEL NUEVO CONCEPTO ...	803
3. ALGUNOS ASPECTOS SUSTANTIVOS DEL DERECHO DE CONTROL	805
44. LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL EN LA EVALUACIÓN DE LA SOLVENCIA CREDITICIA: CONSIDERACIONES JURÍDICAS Y REGULATORIAS. María Enciso Alonso-Muñumer	809
I. EVALUACIÓN AUTOMATIZADA DE LA SOLVENCIA CREDITICIA	811
II. PROBLEMAS JURÍDICOS Y DESAFÍOS REGULATORIOS DEL SCORING CREDITICIO AUTOMATIZADO: TRANSPARENCIA, NO DISCRIMINACIÓN Y PROTECCIÓN DE DATOS	813



1.	Transparencia <i>versus</i> opacidad en la toma de decisiones algorítmicas.	813
1.1.	Derechos fundamentales del consumidor ante las decisiones automatizadas.	813
1.2.	Transparencia <i>versus</i> secreto empresarial: una tensión estructural	814
1.3.	El alcance de la "información significativa" ..	815
2.	Riesgo de sesgos y discriminación algorítmica en los sistemas de credit scoring	816
3.	Protección de datos vs. <i>big data</i>	818
4.	Efectos contractuales y responsabilidad civil en el <i>scoring</i> automatizado.	820
5.	Supervisión y cumplimiento normativo en el uso de IA para <i>scoring</i> crediticio.	821
III.	MARCO NORMATIVO Y OBLIGACIONES DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS	822
1.	Reglamento (UE) 2024/1689 sobre Inteligencia Artificial	823
2.	Protección de datos y decisiones automatizadas: Artículo 22 RGPD y obligaciones de información	825
3.	Normativa antidiscriminación y normas mercantiles de transparencia en la concesión de crédito	828
45.	PLATAFORMAS DE ALOJAMIENTO: EUROPA SE QUEDA A MEDIAS. Juan Flaquer Riutort	831
46.	CAPITALISMO DE VIGILANCIA Y AUTONOMÍA COGNITIVA: AMENAZAS DISRUPTIVAS EN LA ERA DIGITAL Y PROPUESTAS REGULATORIAS. Ana Felicitas Muñoz Pérez	845
1.	PLANTEAMIENTO	851
2.	LA TRANSICIÓN AL CAPITALISMO DE VIGILANCIA	852
3.	NEUROCIENCIAS E INNOVACIÓN DIGITAL	854
4.	AMENAZAS TECNOLÓGICAS Y SU IMPACTO PARTICULAR EN LOS NEGOCIOS.	856
5.	PROTECCIÓN DE DERECHOS Y PRINCIPIOS ÉTICO-REGULATORIOS. ENFOQUE DESDE LA PROTECCIÓN DEL PENSAMIENTO	858



6.	MARCO INTERNACIONAL Y COMUNITARIO	859
7.	EL TRATAMIENTO PARTICULAR EN CIERTAS NORMAS SECTORIALES	860
8.	REFLEXIONES CONCLUSIVAS.	863
47.	LA ENTRADA EN LA ESCENA NORMATIVA Y REGULATO- RIA DE LAS PLATAFORMAS: TRES TESIS SOBRE LA ECONOMÍA DE PLATAFORMAS. Teresa Rodríguez de las Heras Ballell	865
1.	INTRODUCCIÓN: DE UNA ECONOMÍA DIGITAL A UNA ECONOMÍA DE PLATAFORMAS	867
2.	TRES TESIS SOBRE LA ECONOMÍA DE PLATAFORMAS . . .	870
2.1.	Las plataformas y los estratos de la intermediación di- gital	870
2.2.	Las plataformas como «sistemas jurídicos privados» .	874
2.3.	Las plataformas y el riesgo de platform shopping. . . .	876
3.	DE LA DIRECTIVA DE COMERCIO ELECTRÓNICO A LOS REGLAMENTOS DE PLATAFORMAS	879
3.1.	El agotamiento de la DCE y la necesidad del RSD . . .	879
3.1.1.	Aplicación desigual: recalibrar la «distancia legal»	880
3.1.2.	El principio de neutralidad tecnológica	881
3.1.3.	Reconsiderar el enfoque horizontal.	881
3.2.	La entrada en la escena normativa y regulatoria de las plataformas.	882
4.	EL DILEMA DE LA RESPONSABILIDAD DE LAS PLATAFOR- MAS: LA RESPUESTA DEL RSD	885
4.1.	La ausencia de un deber general de supervisión en perspectiva	887
4.2.	La «crisis de identidad» de las plataformas	890
5.	CONCLUSIONES: 25 AÑOS DE ECONOMÍA DE PLATA- FORMAS Y LA DEFINITIVA ENTRADA DE LAS PLATAFOR- MAS EN LA ESCENA NORMATIVA Y REGULATORIA	894



48. EL CAMINO HACIA EL EURO DIGITAL. Jorge Miquel Rodríguez.	897
1. EL EURO DIGITAL. CARACTERÍSTICAS ESENCIALES Y RAZONES PARA SU CREACIÓN. CALENDARIO PREVISTO. ...	901
2. LAS PERSPECTIVAS DEL EMISOR, DE LOS PROVEEDORES DE SERVICIOS Y DE LOS CONSUMIDORES	904
3. LAS PROPUESTAS DE REGLAMENTO QUE CONFORMAN EL PAQUETE SOBRE LA MONEDA ÚNICA	908
49. IMPACTO Y LIMITACIONES DEL REGLAMENTO MICA EN LA REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN CRIPTOACTIVOS. M. ^a Rosa Tapia Sánchez.	911
1. INTRODUCCIÓN	913
2. INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE CRIPTOACTIVOS: CONCEPTO Y REGULACIÓN	915
3. OBLIGACIONES Y PROHIBICIONES EN MATERIA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	917
4. MEDIDAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN MICA . . .	918
5. LIMITACIONES DE MICA EN LA PREVENCIÓN DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.	921
6. PROPUESTAS PARA MEJORAR LA EFECTIVIDAD DE MICA	924
50. LA REGULACIÓN EUROPEA DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL: ¿UN CORSÉ TECNOLÓGICO O UNA VÍA HACIA LA INNOVACIÓN ÉTICA?. Antonio Serrano Acitores.	927
1. INTRODUCCIÓN: LA ENCRUCIJADA ENTRE IA Y REGULACIÓN.	929
2. EL DILEMA ÉTICO: EQUILIBRAR INNOVACIÓN Y REGULACIÓN.	931
3. IMPACTO ECONÓMICO Y TECNOLÓGICO: LA LUCHA DE EUROPA POR LA COMPETITIVIDAD	934
4. EL PASO EN FALSO DE EUROPA EN LA CARRERA DE LA IA: REGULAR LO QUE NO TIENE	936
5. CONCLUSIONES.	939



51. NUEVA APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE AUTORÍA DE LAS CREACIONES GENERADAS POR INTELIGENCIA ARTIFICIAL, ¿CUÁNTA INTERVENCIÓN HUMANA ES NECESARIA?. Nerea Sanjuan.	941
1. INTRODUCCIÓN	943
2. CREACIONES GENERADAS EXCLUSIVAMENTE POR IA AUTÓNOMA. LAS MÁQUINAS NO SON AUTORES	944
3. CREACIONES HUMANAS ASISTIDAS POR IA. CRITERIO DE ACCESORIEDAD	946
4. CREACIONES DE IA AUTÓNOMA CON INTERVENCIÓN HUMANA, ¿TIENEN AUTOR?	948
4.1. Cuestiones técnicas previas	948
4.2. Humanos que diseñan máquinas, ¿doble protección?	951
4.3. Prompts y autoría.	953
5. CONCLUSIONES	962



16.

UNA DÉCADA DE CAMBIOS Y DE ADAPTACIONES NORMATIVAS DIRIGIDAS A GARANTIZAR LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA

Nuria Fernández Pérez
Catedrática de Derecho Mercantil
Universidad de Alicante

1. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR COMO PERMANENTE CUESTIÓN DE POLÍTICA JURÍDICA
2. MEDIDAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA «TRADICIONAL».
3. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN CRIPTOACTIVOS: EL REGLAMENTO MICA
4. ¿PROTEGE LA NORMATIVA EXISTENTE AL INVERSOR «TRADICIONAL» Y AL INVERSOR EN CRIPTOACTIVOS FRENTE A LA UTILIZACIÓN DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL?: NUEVOS RETOS
5. ALGUNAS CONSIDERACIONES FINALES



1. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR COMO PERMANENTE CUESTIÓN DE POLÍTICA JURÍDICA

En la última década, que ha visto el nacimiento y consolidación como revista jurídica especializada en el ámbito del Derecho Mercantil de La Ley Mercantil, se han producido cambios muy significativos en el sector financiero, de los que se ha ido dando buena cuenta a través de los excelentes trabajos que han sido objeto de publicación en la misma. Todas las industrias, están en un proceso de profundo cambio motivado por la irrupción y desarrollo exponencial de nuevos modelos de negocios, que facilitan de forma extraordinaria las posibilidades de contratación en cualquier momento y situación. La digitalización ha supuesto, sin duda, un poderoso motor de cambio de los bancos, del propio dinero y de los mercados de valores, dando lugar a la aparición de nuevos tipos de empresas, productos y servicios financieros. En su mayoría parten de la aplicación de la inteligencia artificial (IA) y su combinación con el Big Data y la tecnología de registro distribuido (*Distributed Ledger Technologies*, DLTs).

En el ámbito de los mercados de valores, la aparición y expansión de los criptoactivos supone un nuevo escenario para los inversores, que pueden encontrar atractivas y sencillas formas de inversión, no desprovistas sin embargo de riesgos. A pesar de la indudable novedad que supone este nuevo tipo de activos/mercados— en sus más diversas modalidades—, lo cierto es que el escenario no es muy distinto al que en su momento motivó la necesidad de intervención por parte del legislador europeo y la oportuna adaptación de la normativa existente. Proceso en el que continuamos. Una profusión de normativas de las que dio buena cuenta la profesora Reyes Palá en el número 116 de esta revista. Por otra parte, el avance de la Inteligencia Artificial (IA) tiene el potencial de transformar el panorama de los servicios de inversión minorista, como de hecho está sucediendo, al ofrecer oportunidades sin precedentes de eficiencia, innovación y mejora de la toma de decisiones. Aunque, también tiene riesgos innegables que tienen que ver los



sesgos algorítmicos, los problemas de calidad de los datos y la falta de transparencia.

Pero a pesar de los importantes cambios en el funcionamiento de los mercados, de los significativos cambios normativos, hay una cuestión que se mantiene invariable: la protección del inversor es uno de los objetivos de política jurídica que ha presidido de forma constante la legislación del mercado de capitales en el ámbito de la Unión Europea y también, por supuesto, en el nacional. Una opción de política jurídica prioritaria y sobre las que se hacen bascular un buen número de las reformas acaecidas. También la que debe guiarnos en la interpretación de las mismas.

Es más, podría decirse que, a pesar de que se trata de nuevas realidades, los fundamentos de la protección continúan —salvadas las diferencias— siendo los mismos. Así, desde la primera versión de la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores, hasta el momento actual, se han producido importantes cambios. No obstante lo cual, y como se indicará en las líneas posteriores, tres han sido básicamente las razones por las cuales esa protección al inversor se ha hecho precisa; razones que aun en un contexto diferente, en el que la irrupción de tecnologías como el registro distribuido y la IA han dado lugar a la aparición de nuevas formas de inversión y a la popularización de las inversiones por capas más amplias de población, se siguen manteniendo. Por un lado, nos encontramos con inversores inexpertos, a los que la evolución normativa permite ahora llamar inversores minoristas frente a los profesionales. Debe ponerse de manifiesto que este nuevo tipo de inversión se está popularizando entre personas jóvenes, nativos digitales, poco reacios a todo lo venga asociado a la tecnología. Por otro lado, a la complejidad cada vez mayor de los instrumentos financieros; siendo buena prueba de ello, los denominados criptoactivos. Y, finalmente, la actuación —no siempre ajustada a la legalidad— de los intermediarios financieros y en el momento actual, de entidades que en ocasiones son auténticos chirin-guitos financieros. En definitiva, las normas se van adaptando a nuevas realidades no previstas en las mismas y que en muchas ocasiones generan los propios operadores del mercado para sortear el control y la supervisión por parte de la autoridad competente.

La propia Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en su plan de actividades para 2025 considera que haya aspectos que pueden requerir de esfuerzos adicionales en términos de protección del inversor, destacando el creciente interés de los inversores por productos como los criptoactivos sobre los cuales puede no haber un conocimiento adecuado en torno a sus



riesgos, lo que puede llevar a pérdidas importantes y no esperadas; el hecho de que una gran parte de los inversores que toman decisiones de inversión usando tecnología como la IA estén desprovistos de la información adecuada; y, la posibilidad de que se ofrezca información engañosa utilizando de forma incorrecta la promoción de los objetivos de desarrollo sostenible (riesgo del greenwashing). Y ello, como expresamente recalca porque *«la protección del inversor minorista es, y seguirá siendo, el centro de la actuación de la CNMV»*.

2. MEDIDAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA «TRADICIONAL».

2.1. La protección de los inversores minoristas en el marco de la Estrategia de Inversión Minorista: de MIFID I a MIFID II

La protección a los inversores, ya en la Ley del Mercado de Valores descansaba en la transparencia informativa y en la supervisión del correcto funcionamiento del mercado por parte de la CNMV. A ello se unió la creación de un fondo de Garantía de Inversiones, regulado por vez primera en 1998, mediante la modificación de la LMV, incorporando la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores, desarrollado posteriormente por el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto.

Normativa que pronto se consideró insuficiente y que fue superada por la denominada estrategia MIFID (el acrónimo de Markets in Financial Instruments Directive) que comienza el 21 de diciembre de 2007 con la entrada en vigor de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre que modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores, con un objetivo principal claro: crear un mercado financiero integrado, transparente, eficiente y más seguro para los inversores en la Unión Europea. La idea central que la preside es simple, resulta preciso clasificar los clientes, los productos y los servicios con la finalidad de proporcionar una adecuada tutela a los inversores inexpertos —prácticamente considerados clientes o consumidores financieros— de modo que se tome su decisión de inversión comprendiendo y asumiendo la naturaleza y riesgos de la operación. Y para ello, además de que los productos se clasifiquen en más o menos complejos, hay una cuestión clave que es la clasificación del inversor, en profesional o minorista. Es aquí y en base a esta filosofía, cuando se incrementan los deberes de transparencia, así como de diligencia por parte de las empresas de servicios de inversión que deberán llevar a cabo, según los casos y, de forma obligatoria, los llamados *test* de



idoneidad y conveniencia. Además de que supuso un control más estricto sobre la venta de productos financieros estructurados, derivados y otros productos de riesgo, así como mayores controles sobre la gestión de conflictos de interés, retribución y gobierno corporativo de las empresas de servicios de inversión.

A esta normativa le sigue la denominada MIFID II, que comienza el 3 de enero de 2018, con la entrada en vigor de la Directiva 2014/65/UE, de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican una serie de directivas anteriores, y la entrada en vigor del Reglamento (UE) 600/2014 de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros (MIFIR). Ello supuso la modificación del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores por Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre (convalidado por Resolución de 18 de octubre de 2018, del Congreso de los Diputados) La necesidad de esta nueva normativa vino motivada por un conjunto de factores relacionados con los cambios acaecidos en los mercados financieros, los fallos que se habían detectado en el funcionamiento de los mismos, entre ellos y de forma importante la existencia de prácticas de venta agresiva y mala comercialización de productos complejos (es el famoso caso de las preferentes) que salieron claramente a la luz en la crisis de 2008 y desde luego, por la necesidad, ante este nuevo escenario, de reforzar la confianza y protección de los inversores.

Nuevamente, pues, continua la apuesta del legislador europeo por reforzar la protección del inversor, en particular del minorista, estableciendo nuevas reglas de funcionamiento de los mercados. Para lograr ese objetivo se establece como cláusula general que las empresas de servicios de inversión deben actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad en el mejor interés de sus clientes. Regla que se acompaña de tres principios básicos: el primero es que siempre ha de primar mejor interés de los clientes lo que implica que las entidades deben actuar de forma honesta, imparcial y profesional; el segundo, que debe proporcionarse información imparcial, clara, y no engañosa tanto antes como después de la prestación; y el tercero, que debe ofrecerse productos y prestarse servicios atendiendo a las circunstancias personales de los clientes. Cabe señalar que, aunque en MIFID I ya se incluían los *test* de idoneidad y conveniencia, no se exigía suficiente transparencia sobre los costes y riesgos de la operación, ni una evaluación real de la idoneidad del inversor para llevarla a cabo.

De este marco se derivan unos concretos deberes, entre los que nuevamente la transparencia— como ya sucedía en la originaria Ley del



Mercado de Valores— juega un papel esencial. Debe facilitarse información sobre la empresa y sus servicios, así como sobre los productos. La entidad debe proporcionarle con suficiente antelación, con el detalle que sea necesario, información sobre su naturaleza y riesgos y sus efectos, riesgo de pérdida total, etc. Esta explicación deberá incluir información sobre el funcionamiento del producto y cuál puede ser su rendimiento en diferentes condiciones de los mercados financieros. Debe asimismo proporcionar información detallada sobre sobre costes y gastos; esto es, información sobre los costes totales que va a tener que asumir, incluyendo todos los honorarios, comisiones, costes y gastos asociados, relacionados tanto con el producto como con el servicio y todos los impuestos a liquidar a través de la entidad. En caso de que pudieran surgir otros costes, incluido el pago de impuestos, como consecuencia de transacciones vinculadas al instrumento financiero o al servicio en cuestión y que no se paguen a través de la entidad, se le advertirá de su existencia. Se alude igualmente a la necesidad de diseñar el producto atendiendo a las circunstancias personales del cliente y en su interés. Se apunta a la importancia de la formación y cualificación. Y se considera como aspecto esencial el relativo a la publicidad, que debe ser imparcial, clara y no engañosa para evitar que induzca a los inversores a confusión o les cree expectativas poco realistas, debiendo siempre poder ser claramente identificable como tal.

En este contexto, no se puede olvidar el Reglamento EMIR, relativo a los derivados extrabursátiles (OTC), las entidades de contrapartida central (CCPs) y los registros de operaciones (Trade Repositories), cuyo objetivo principal era el de dotar de un marco regulador dirigido a aumentar la transparencia y reducir los riesgos en los mercados OTC, tras la crisis financiera (quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008 y el posterior rescate de AIG). Ni en el PRIIPS, sobre productos de inversión minorista empaquetados y productos de inversión basados en seguros.

Este sistema de protección viene marcado, pues, por otorgar al inversor minorista la información adecuada para que tome una decisión fundada en la inversión, con un asesoramiento por parte de la empresa de servicios de inversión que siempre tiene que atender al mejor interés de ese cliente, que cuenta con un oportuno sistema de reclamaciones y con un Fondo de Garantía de Inversiones para los eventuales casos de insolvencia de las empresas de servicios de inversión y que se completa con la supervisión por parte de la CNMV.



2.2. El nuevo contexto y la necesidad de evolución normativa: hacia MIFID III

¿Qué cambios se han producido en el panorama financiero para que estemos asistiendo a otra profunda adaptación de la normativa? Básicamente las siguientes: de un lado, la ya comentada aparición de nuevos instrumentos de inversión, en modalidades muy variadas; el hecho de que se facilite para los inversores las posibilidades de invertir y de tener acceso a la más variada información, no siempre pertinente ni veraz, y que en ocasiones los canales para acceder a las capas más jóvenes de la población sean plataformas y redes sociales; y, el papel que está jugando en la utilización de los datos la inteligencia artificial.

A pesar de los avances que se han ido producido, la propia Comisión Europea ha detectado una serie de problemas importantes en el funcionamiento de los mercados de capitales que han mermado las posibilidades de expansión de los mismos y que en buena parte tienen que ver con la falta de confianza del inversor minorista. En la encuesta del Eurobarómetro titulada «Monitoring the level of financial literacy in the EU» de 2023 llama la atención el hecho de que, mientras que en Estados Unidos en 2021 aproximadamente el 43% de pequeños inversores habían invertido sus ahorros en valores (acciones, fondos de inversión, derivados), ese porcentaje se rebaja en la Unión Europea, para el mismo período en aproximadamente un 17%. En su análisis, la Comisión encuentra una serie de motivos. En primer lugar, a pesar del incremento de la transparencia informativa, lo cierto es que los inversores minoristas continúan teniendo dificultades para acceder a información pertinente, comparable y especialmente dificultades para comprenderla, por lo que esto merma sus posibilidades de adoptar decisiones de inversión informadas. En segundo lugar, es una realidad la importancia que de forma creciente tiene la divulgación de la información por canales no oficiales. Se constata la existencia de un riesgo real porque estos inversores inexpertos puedan verse influenciados de manera inapropiada por información comercial poco realista a través de canales digitales y prácticas de comercialización engañosa. En tercer lugar, el hecho de que los creadores y distribuidores de productos financieros asocien sus incentivos a la venta de los mismos, hace que no siempre actúen de forma imparcial cuando informan o se los ofrecen a los inversores. En cuarto lugar, la Comisión ha detectado que hay productos que ofrecen escasa rentabilidad y por tanto son poco atractivos para el inversor por el simple hecho de que se incorporan costes injustificados.



Por otra parte, también es reseñable el dato de que solo el 38 % de los consumidores confía en que el asesoramiento en materia de inversión que reciben de los intermediarios financieros redunde principalmente en su máximo beneficio. La falta de confianza es una de las razones que contribuyen a los niveles inferiores de participación minorista y es un lastre para el potencial de crecimiento minorista. Se apunta igualmente a la necesidad de mayor educación financiera.

La constatación de esta realidad ha impulsado a la Comisión, una vez más, a la adaptación de la normativa, en lo que ya se conoce de forma informal como MIFID III, y que se sitúa a su vez, en el contexto de la Estrategia de financiación de la transición ecológica y digital, así como la Unión de los Mercados de Capitales (CMU). Además de modificar MIFID II, se proponen cambios en el *Reglamento por el que se modifican los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros*. Esta propuesta de Directiva no solo pretende modificar la normativa de mercados de instrumentos financieros (MIFID II) sino también la de distribución de seguros (IDD), de organismos de inversión colectiva (UCITS) y de gestores de alternativos (AIFMD). La propuesta se centra igualmente en la protección del cliente minorista, en particular incrementando la transparencia en los costes de los productos. Y pensando no solo en los instrumentos financieros, sino otras inversiones alternativas y la distribución de seguros.

Entre las concretas medidas que se proponen en la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo del Consejo por la que se modifican las Directivas 2009/65, 2011/61 y 2016/97 por lo que respecta a las normas de protección de los inversores minoristas en la Unión de 25 de mayo de 2023 algunas merecen especial comentario. De un lado, la inclusión de un procedimiento para impedir las actividades no autorizadas ofrecidas a través de medios digitales. De otro, un nuevo diseño de la gobernanza de los productos. Los Estados miembros deben velar por que las empresas de servicios de inversión muestren advertencias adecuadas en el material informativo, en particular en las comunicaciones publicitarias, facilitado a clientes minoristas o potenciales clientes minoristas, para alertar sobre los riesgos específicos de posibles pérdidas asociadas a instrumentos financieros especialmente arriesgados.

Se opta, por otra parte, por simplificar los requisitos de información para inversores especialmente en los casos donde no sea necesario, si bien acen tuando la transparencia en relación con los costes y comisiones en relación con los minoristas. Y en esta línea, se relajan ciertas obligaciones, como la



supresión de algunos informes y la revisión de normas sobre «best execution» al objeto de que se apliquen con proporcionalidad.

3. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN CRIPTOACTIVOS: EL REGLAMENTO MICA

Debemos partir de que MIFID II (Markets in Financial Instruments Directive II) no está diseñado para regular de forma específica los criptoactivos, aunque sí se considera aplicable para aquellos casos en los que puede considerarse un instrumento financiero. Se trataría de los security tokens. El resto de supuestos estaban exentos de regulación. En este sentido, claramente podía advertirse que nos volvemos a encontrar con las tres premisas que marcan la necesidad de protección de los inversores minoristas a las que se hizo referencia con anterioridad: la complejidad de los productos, su popularización entre inversores inexpertos y la actuación fuera de control de los intermediarios.

Esta es la razón que ha motivado la reacción del legislador europeo y la publicación del Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo y del Consejo, Markets in Crypto-Assets Regulation), ya conocido como MICA y que entró en vigor el 30 de diciembre. Con este Reglamento se pretende regular la emisión, oferta y negociación de los criptoactivos, los requisitos que deben cumplir los proveedores de servicios y, la protección de los inversores que acuden a esta nueva forma de inversión. En su Exposición de Motivos, se advierte de los peligros a los que estaban expuestos los titulares de criptoactivos no regulados, en particular relacionados con la gestión de plataformas de negociación, el canje de criptoactivos por fondos u otros criptoactivos, y la custodia y administración de criptoactivos por cuenta de clientes. Igualmente, se tiene en cuenta que la ausencia de normas puede dar lugar también a importantes riesgos para la integridad del mercado.

El Reglamento parte de la clasificación de los criptoactivos en tres tipos, que estarán sujetos a diferentes requisitos en atención a los riesgos que entrañen. El primer tipo consta de criptoactivos cuyo objetivo es estabilizar su valor haciendo referencia a una sola moneda oficial. Su función es muy similar a la del dinero electrónico, tal como se define en la Directiva 2009/110/CE. Al igual que el dinero electrónico, esos criptoactivos son un sustituto electrónico de las monedas y los billetes y se emplean normalmente para efectuar pagos. Esos criptoactivos son los Tokens o fichas de dinero electrónico (EMTs —E-Money Tokens— en sus siglas en inglés). El segundo tipo son los Tokens o fichas referenciados a activos (Asset-Referenced Tokens



—ARTs en sus siglas en inglés—) cuyo objetivo es estabilizar su valor haciendo referencia a otro valor o derecho, o a una combinación de estos, incluidas una o varias monedas oficiales. Este segundo tipo abarca todos los demás criptoactivos, distintos de los tokens de dinero electrónico, cuyo valor esté respaldado por activos, a fin de evitar que se eluda el presente Reglamento y hacer que tenga visión de futuro; es el caso de Libra o Tether. Por último, el tercer tipo son los criptoactivos que no son ninguno de los anteriores, pero que se emite y comercializa; esto es, toda representación digital de valor o derechos que pueda transferirse y almacenarse electrónicamente mediante tecnología de registro distribuido, y cubre una gran variedad de criptoactivos, criptomonedas como Bitcoin (BTC), Ethereum (ETH) y utility tokens (que otorgan acceso a servicios o productos).

Las medidas de protección van dirigidas a garantizar que este inversor toma una decisión de inversión informada. Por tanto, bascula en torno a la transparencia informativa. En este sentido, tal y como sucedía respecto de los instrumentos financieros al amparo de la normativa MIFID, debe informarse a los potenciales titulares de criptoactivos de las características, las funciones y los riesgos de los criptoactivos que se propongan adquirir. A la hora de ofertar al público criptoactivos distintos de fichas referenciadas a activos o fichas de dinero electrónico o solicitar su admisión a negociación en la Unión, los oferentes o las personas que soliciten la admisión a negociación deben elaborar, notificar a su autoridad competente y publicar un documento que contenga la información de divulgación obligatoria (un «libro blanco de criptoactivos»). Este libro blanco, que puede asegurarse que se asemeja en su concepción y contenido al folleto informativo, debe incluir información de carácter general acerca del emisor, el oferente o la persona que solicite la admisión a negociación, el proyecto que se pretenda llevar a cabo con el capital obtenido, la oferta pública de criptoactivos o su admisión a negociación, los derechos y obligaciones asociados a los criptoactivos, la tecnología subyacente empleada en relación con tales criptoactivos y los riesgos correspondientes. Además, no solo se atiende a que la información recogida en este libro blanco sea imparcial, clara y no engañosa. Se presta especial atención a los mensajes publicitarios y al material publicitario que se difunde a través de las redes sociales, que debe igualmente cumplir esas características y responder al contenido del libro blanco.

En nuestro país, asimismo, contamos con una nueva ley marco, la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y Servicios de Inversión (LMVSI), que deroga en su totalidad el anterior Texto Refundido de la Ley del



Mercado de Valores, permitiendo la transposición de diferentes Directivas comunitarias en este ámbito. Conviene destacar que esta nueva ley también realiza las adaptaciones necesarias en nuestro Ordenamiento de cara a facilitar la aplicación del Reglamento 2023/1114 relativo a los mercados de criptoactivos. En este sentido, amplía su ámbito de aplicación al resultar aplicable por un lado, a los instrumentos financieros cuando sean emitidos, registrados, transferidos o almacenados utilizando tecnología de registros distribuidos u otras similares como soporte de esas actuaciones; y, por otro, al designar a la CNMV como autoridad competente para la supervisión de la emisión, oferta y admisión a negociación de determinados criptoactivos que no sean instrumentos financieros.

Junto a estas medidas también se recoge la relativa a la necesidad de autorización por parte de la entidad correspondiente— en nuestro caso— la CNMV para las plataformas de negociación. Así como el reconocimiento de un derecho de desistimiento los titulares minoristas que adquieran criptoactivos, distintos de los tokens referenciados a activos o tokens de dinero electrónico, directamente del oferente o de un proveedor de servicios de criptoactivos que los coloque por cuenta del oferente, durante un plazo de 14 días tras su adquisición — siempre y cuando no se admitan a negociación antes de su adquisición por el inversor minorista—.

Asimismo, se establecen normas para prevenir el abuso de mercado, definiendo qué se entiende por información privilegiada, determinando cómo debe difundirse esa información y prohibiendo su comunicación de forma ilícita.

MICA ha supuesto, sin duda, un importante avance en la protección de los inversores en criptoactivos. No obstante lo anterior, existen riesgos evidentes que han sido puestos en evidencia por la ESMA en su Declaración de 18 de diciembre de 2024, así como por la CNMV en su Comunicado de 19 de diciembre de 2024.

Tres son especialmente los aspectos sobre los que se llama la atención. En primer lugar, a diferencia de la protección con la que cuenta el inversor «tradicional», los inversores en criptoactivos al amparo de MICA, no estarán cubiertos por un sistema de indemnización de los inversores similar al Fondo de Garantía de Inversiones, por lo que en caso de chiringuitos financieros podrían perder todo el dinero invertido. En segundo término, a diferencia de las normas que regulan servicios de inversión tradicionales, MiCA no exige a todos los proveedores de servicios de criptoactivos que recaben informa-



ción de los clientes para evaluar su capacidad para comprender los productos de criptoactivos que desean negociar. Finalmente, tampoco los proveedores de servicios de criptoactivos tienen obligación de informar periódicamente a sus clientes sobre los criptoactivos que mantienen en nombre de los mismos ni sobre su valor actualizado o real, lo que sí sucede respecto de los instrumentos financieros al amparo de MIFID.

Por otra parte, debe destacarse que el año 2025 todavía va a ser un año de cierta complejidad para la plena aplicación de MICA, que permite a los Estados miembros fijar un período transitorio tras la entrada en vigor del Reglamento en el cual se permitirá actuar a los proveedores de servicios actuales. Proveedores que en tanto transcurre ese período podrán continuar prestando sus servicios sin aplicar MICA. En el caso de España, este período transitorio finalizará el 30 de diciembre de 2025, momento a partir del cual, los proveedores que no estén autorizados cumpliendo el régimen de MICA, deberán cesar su actividad. Esto puede provocar que durante el presente año haya proveedores no autorizados todavía —y que por tanto no figuran en ningún registro público—, que actuar bajo el régimen anterior, en el que debería haber estado incluidos en el registro de proveedores que ha llevado el Banco de España con la finalidad de prevenir el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

4. ¿PROTEGE LA NORMATIVA EXISTENTE AL INVERSOR «TRADICIONAL» Y AL INVERSOR EN CRIPTOACTIVOS FRENTE A LA UTILIZACIÓN DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL?: NUEVOS RETOS

El inversor minorista —sea en instrumentos financieros sea en criptoactivos— que no tienen esa consideración, está preocupado por tener seguridad, liquidez y rentabilidad en su inversión. A tal fin, se contemplan como se ha indicado, un conjunto de normas que inciden en esos diferentes aspectos, con mayor o menor intensidad.

Ya hemos visto como la irrupción de la tecnología de registro distribuido y la aparición de nuevos instrumentos de inversión ha tenido su reflejo legal con la aprobación de MICA. La cuestión es si ocurre lo mismo respecto de la otra importante disrupción tecnológica que está suponiendo un importantísimo cambio en la actuación tanto de las empresas/proveedores cuanto en los inversores. Me refiero ahora a la inteligencia artificial en su combinación con la tecnología Big Data.



Las ventajas de la utilización de estas tecnologías son evidentes tanto para las empresas cuanto para los inversores. Cabe señalar que tal y como viene definido en el Reglamento sobre Inteligencia Artificial, un sistema de IA significa un sistema basado en una máquina diseñado para operar con diferentes niveles de autonomía y que puede, para objetivos explícitos o implícitos, generar resultados tales como predicciones, recomendaciones o decisiones, que influyen en entornos físicos o virtuales. En este sentido, las empresas pueden tener a su disposición convenientemente tratada y segmentada, información sobre sus clientes, su experiencia, conocimientos, su tolerancia al riesgo, sus objetivos de inversión —incluidas sus preferencias en materia de sostenibilidad—; lo que les permitirá ofrecer recomendaciones de inversión personalizadas. También para el caso de que se trate del asesoramiento y gestión de carteras, la ingente cantidad de datos financieros que pueden tratarse puede permitir establecer predicciones. Esto puede permitir a la empresa reequilibrar las carteras de los clientes, y garantizar que las características de las mismas continúan ajustándose al perfil de sus clientes, especialmente en lo que hace referencia a la tolerancia al riesgo. Igualmente, las empresas pueden utilizar esta tecnología como medio de asegurar el cumplimiento normativo (Regtech) y detectar fraudes. Y, por supuesto, agilizar y hacer más eficiente muchas de las tareas y operaciones.

Estas ventajas también van a repercutir claramente sobre sus clientes, los inversores, puesto que van a tener a su disposición una oferta personalizada, atendiendo a sus objetivos de inversión. Sin olvidar el papel que ya están jugando los chatbots y los robo-advisors.

Este escenario se ve, sin embargo, ensombrecido por los riesgos que planean en torno a la utilización no controlada de la inteligencia artificial. Peligros que, en realidad no son específicos o exclusivos de este sector, sino que pueden considerarse aplicables con carácter general.

A ellos se ha referido la ESMA, en su Declaración de 30 de mayo de 2024. Podrían sintetizarse en los siguientes: a) La falta de responsabilidad y supervisión (exceso de confianza) puesto que se puede confiar la decisión en exclusiva a la inteligencia artificial, prescindiendo del criterio del personal cualificado de la empresa, lo que puede resultar un inconveniente cuando se trata de mercados impredecibles en los que resulta complicado una predicción segura por parte de la IA. b) La falta de transparencia y explicabilidad, teniendo en cuenta que se puede controlar los inputs, pero no el proceso por el que una IA generativa adopta una determinada decisión, en lo que ha venido a llamarse las cajas negras. La falta de explicabilidad puede complicar



tomar decisiones en la empresa al desconocer los criterios seguidos por la IA; c) Los riesgos evidentes de la seguridad y privacidad de los datos, especialmente los personales, porque la IA se basa en la recopilación, almacenamiento y procesamiento de una ingente cantidad de datos proporcionados de forma consciente, pero en ocasiones también de forma inconsciente por los clientes. d) Los riesgos de robustez y fiabilidad del resultado, y la calidad de los datos de entrenamiento, puesto que de ellos puede derivarse sesgos algorítmicos que dan lugar a resultados incorrectos, aunque en apariencia puedan parecer precisos y que suelen ser difíciles de identificar y corregir.

¿Cómo se puede hacer frente a estos riesgos? Pues algunos, intentando orientar a las empresas a que cumplan con los requisitos de la Estrategia de Inversión Minorista-MIFID. Pero otros, ya no van a quedar bajo el paraguas de la normativa propia de los mercados financieros, sino que trascienden, al quedar afectadas otros aspectos, como es el de la privacidad, lo que obliga a tomar en consideración tanto la reciente normativa en materia de inteligencia artificial como la relativa a la protección de los datos personales.

Resulta imprescindible que se mantenga el compromiso de los intermediarios financieros en que su actuación debe realizarse en el mejor interés del cliente, con independencia de cuál sea la tecnología que se utiliza. El hecho de que se trate de inteligencia artificial obligará a modular los deberes del órgano de administración, que se convierte en pieza central en relación con el modo en el que se utiliza y en la supervisión en su aplicación para evaluar y minimizar los eventuales sesgos algorítmicos. Y por ello, juega un papel central el diseño de adecuados requisitos de gobernanza y organización, la gestión de riesgos y la formación del personal. Y ello, no solo teniendo en cuenta su propio sistema de IA, sino también la eventual utilización de sistemas de IA de terceros por parte de sus empleados.

Pieza central en el diseño de la política de la empresa ha de ser, sin duda, el aspecto relativo al entrenamiento del sistema de IA. Resulta esencial para combatir los sesgos que se trate de conjuntos de datos pertinentes, precisos y representativos y que su obtención, sea a nivel interno o mediante su adquisición a terceros, se realice con el respecto a la normativa en materia de protección de datos personales.

Todas estas prevenciones están dirigidas a evitar que la empresa, descuidando el juicio humano, facilite información, recomendaciones de inversión a los inversores suministradas por sistemas de IA con sesgos, errónea o enga-



ñosa acerca de la viabilidad o éxito de la operación de inversión, con el consiguiente perjuicio para los mismos.

5. ALGUNAS CONSIDERACIONES FINALES

El hecho de que la inversión se realice en instrumentos financieros tradicionales— lo que no impide desde luego su complejidad— o en los nuevos instrumentos vinculados a la tecnología de registro distribuido— criptoactivos en sus diversas modalidades— no influye en cuáles son las aspiraciones que tiene todo inversor y cuáles son los peligros a los que se enfrentan. Todo inversor pretende seguridad en su inversión, liquidez y rentabilidad. En todo caso, la clave está en que pueda tener información clara, comprensible y suficiente para adoptar una decisión de inversión. Será él quien decida, a la vista de esa información que recibe, si prefiere adoptar una decisión más o menos arriesgada con la finalidad de asegurar mayor o menor rentabilidad. Incluso debe ser quien pueda decidir si prefiere optar a una inversión más arriesgada como si se tratara de un inversor profesional. Además, no cabe obviar que hay otras razones, como las fiscales, que pueden ser decisivas a la hora de tomar una decisión última de inversión.

La transparencia, tal y como se ha expuesto, se ha convertido en una pieza esencial tanto en el marco MIFID como ahora en MICA. Pero debe insistirse en la idea de que no se trata de abrumar con información, la sobresaturación informativa puede conducir al resultado contrario al pretendido. En este escenario, la irrupción de la IA añade un elemento adicional, hasta ahora desconocido, que tiene que ver con la privacidad y el tratamiento de los datos, y a los que debe darse respuesta con marcos normativos diferentes a los propios de los mercados de valores.

En todo caso, en un debate iniciado hace ya tiempo y que continua, debemos considerar el progresivo acercamiento del inversor minorista a la figura del consumidor o cliente financiero. La normativa MIFID I introdujo la figura del «cliente minorista», por contraposición al cliente profesional. A partir de ahí, el legislador europeo ha definido al inversor cualificado en el Reglamento 2017/1129 tomando como referencia al cliente profesional. Asimismo, el Reglamento 1296/2014 sobre documentos de datos fundamentales, identifica en su artículo 4.6 las figuras de inversor y cliente minorista. La figura del cliente es aquella que viene siendo utilizada con carácter general en el sector financiero y asimismo la que tiene connotaciones muy próximas a la del consumidor —basta aludir al cliente bancario y la aplicación al



mismo de la normativa sectorial y con carácter supletorio la propia de los consumidores—.

Es cierto que no en todos los casos puede hacerse una total equiparación, puesto que hay posibilidad de que un cliente minorista obtenga la categoría de cliente profesional. También existen otras figuras como la de inversor no acreditado introducida por la Ley 5/2015, de 27 de abril de fomento de la financiación empresarial que es el inversor minorista sin experiencia financiera acreditada o sin suficientes recursos, frente al inversor acreditado, que cuenta con experiencia, formación o patrimonio suficientes para asumir riesgos sin límites. O, la del inversor no experimentado que recoge el Reglamento 2020/1503, de 7 de octubre que crea un marco europeo común para las plataformas de crowdfunding, y que responde al inversor acreditado de la norma española.

Pero también lo es que el Reglamento MICA realiza una clara equiparación del inversor en criptoactivos con la figura del consumidor. En el Considerando cuarto de la Exposición de Motivos se alude a que la ausencia de normas deja a los titulares de criptoactivos expuestos a riesgos «en particular en los ámbitos no contemplados por las normas de protección de los consumidores». A lo que el Considerando 29 añade que será de aplicación las normas de protección sobre consumidores cuando las ofertas públicas de criptoactivos impliquen una relación entre empresa y consumidor. No obstante lo anterior, debe dejarse constancia de que MICA, a diferencia de lo que sucede en la normativa MIFID, no clasifica a los inversores, sino solo el tipo de criptoactivos, exigiendo mayores requisitos de control respecto de algunos de ellos. Cabría cuestionar que en todos los casos esos inversores pudieran asimilarse a la figura del consumidor. En cualquier caso, tal y como se ha señalado, a pesar del avance que se ha producido sigue habiendo puntos débiles en la protección de estos inversores en criptoactivos que requerirán de las precisas adaptaciones normativas. Seguramente los espacios controlados de pruebas o sandboxes financieras pueden contribuir a dar un paso más en la consolidación de nuevos mercados y nuevos productos y en la protección de quienes acuden a invertir en los mismos.



17.

DIEZ AÑOS DE LA MIFID II: HACIA UN RÉGIMEN ÚNICO DE LOS MERCADOS DE VALORES Y DE QUIENES EN ELLOS PARTICIPAN

Reyes Palá Laguna
Catedrática de Derecho Mercantil
Universidad de Zaragoza

- I. INTRODUCCIÓN
- II. LAS CRISIS FINANCIERAS COMO DESENCADENANTES PRINCIPALES DE LAS REFORMAS LEGALES
- III. EL FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE LOS MERCADOS DE VALORES. EL DILEMA ENTRE LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y LA REDUCCIÓN DE CARGAS ADMINISTRATIVAS A LAS EMPRESAS
- IV. EL FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE LOS MERCADOS DE VALORES COMO VÍA SUPERADORA DE LAS DIFERENCIAS ENTRE LOS DERECHOS SOCIETARIOS NACIONALES
- V. TENDENCIAS ACTUALES DEL DERECHO FINANCIERO Y SOCIETARIO: LA SOSTENIBILIDAD Y LA DIGITALIZACIÓN



I. INTRODUCCIÓN^(*)

Vaya por delante mi felicitación por los diez años de vida de *LA LEY Mercantil*, la primera revista jurídica mercantil española en formato exclusivamente digital. Enhorabuena a la editorial y a sus co-directores Alberto Alonso Ureba y Jorge Viera González. Felicitación que es obligado extender al resto de los colaboradores y miembros del consejo de redacción entre los que me encuentro desde el 2014 junto con otros queridos colegas por amable invitación del profesor Alonso Ureba, continuada por el profesor Viera, principal artífice de esta nueva etapa de la revista.

En la presentación por Cesare Vivante y Angelo Straffa del primer número de la *Rivista di Diritto Commerciale, Industriale y Maritimo* en Milán en 1903, los directores incluyen entre los fines de la revista la renovación y sistematización del derecho mercantil italiano de principios del siglo pasado para «poner orden en el fárrago de las leyes y la jurisprudencia, empujadas hacia las más diversas direcciones por nuevas y acuciantes realidades». Las revistas jurídicas tienen una importante labor que cumplir si se comparte, con Vivante y Straffa, que la esencial homogeneidad de la vida mercantil ha de reflejarse en el derecho que la gobierna. Esta afirmación de los ilustres juristas italianos, si bien no tanto respecto a la jurisprudencia, podemos trasladarla a los tiempos actuales: nos encontramos ante una compleja y en ocasiones farragosa legislación de los mercados de valores y de capitales, no sólo en el ámbito del Derecho europeo, sino también en el del derecho español, forjado en los últimos años a golpe de tardías transposiciones del derecho de la Unión.

Se trata de un sector del ordenamiento jurídico de carácter eminentemente técnico que cuenta con un sistema propio de producción normativa tal y como se sugería en el Informe Lamfalussy (2001), sistema propio de

(*) Trabajo realizado en el marco del proyecto de investigación del Ministerio de Ciencia e Innovación, «Blockchain y Derecho societario (2). Bigdata, Fintech y la protección del usuario de los servicios financieros» (PID2022-137502NB-I00) (II.PP. R. Palá Laguna y P.J. Bueso Guillén).



desarrollo *reglamentario* que comparte con el derecho bancario y el de seguros y que hoy se organiza en tres niveles. En el nivel 1 encontramos las directivas y reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo elaboradas conforme al procedimiento tradicional de codecisión con base en propuestas de la Comisión Europea; en el segundo nivel, la Comisión Europea aprueba por delegación prevista en las normas de nivel 1 reglamentos y en menor medida, directivas que tienen la consideración de estándares técnicos. El tercer nivel lo integran las directrices emanadas de las autoridades supervisoras europeas (ESMA, EBA y EIOPA) que establecen criterios para la interpretación armonizada de las normas de nivel 1 y 2. A ello se suma el derecho nacional con sus respectivas leyes, reales decretos, órdenes ministeriales y circulares.

Por otra parte, en el derecho financiero destaca la especial incidencia con la que se manifiesta uno de los caracteres del Derecho mercantil desde su origen: la práctica va por delante de la norma (y, al menos en este siglo, muchos de los intentos del legislador mercantil de conformar la realidad no suelen tener el éxito esperado; valga como ejemplo la vuelta atrás en la obligada separación del cobro de comisiones por investigación y por otros servicios que perciben de los clientes determinadas empresas de servicios de inversión, ya que ello supuso la práctica desaparición de las pequeñas empresas de análisis financiero). No es sino hasta los súbitos descensos en fracciones de segundo de la cotización de un valor cuando se descubren las consecuencias negativas que puede generar la negociación algorítmica de alta frecuencia, de modo que se recogen en la MiFID II previsiones para evitar las anomalías que puede ocasionar esta técnica algorítmica en la negociación de valores en un centro de negociación. El legislador europeo ha tardado quince años aproximadamente desde el lanzamiento del bitcoin en aprobar la normativa europea de los mercados de criptoactivos [Reglamento 2023/1114, relativo a los mercados de criptoactivos (MICA), la modificación del Reglamento 2013/1113 relativo a la información que acompaña a las transferencias de fondos y de determinados criptoactivos y, para los valores mobiliarios y otros instrumentos financieros, el Reglamento 2022/858 sobre un régimen piloto de infraestructuras de mercado basadas en tecnología de registros distribuidos]. Aquí reside precisamente una de las principales dificultades para la supervisión financiera por las autoridades administrativas nacionales y europeas: el mayor conocimiento por los profesionales del mercado frente a los supervisores. Con frecuencia los intermediarios financieros generan nuevas prácticas que llevan al legislador a aprobar concretas modificaciones en la normativa para cubrir una realidad no prevista en la norma. Si a ello le sumamos los incesantes avances tecnológicos, encontramos la



principal justificación para la creación de espacios controlados de pruebas o *sandboxes* financieras que, en palabras de la Ley 7/2020, de 13 de noviembre, «amparan la realización controlada y delimitada de pruebas dentro de un proyecto que puede aportar una innovación financiera de base tecnológica aplicable en el sistema financiero» a la vez que el sistema permite «un mejor conocimiento de las innovaciones financieras de base tecnológica que sitúe a las autoridades en mejor posición para la comprensión de las implicaciones de la transformación digital».

Otro de los caracteres del derecho europeo de los mercados de capitales es su dispersión normativa. No sólo en el sector de los mercados de valores, sino también en el derecho bancario, el asegurador y recientemente los servicios de pago, conforme al sistema *Lamfalussy*, las directivas y reglamentos de nivel 1 requieren de normas de nivel 2 de la Comisión Europea (directivas y reglamentos delegados o de ejecución) que a su vez general normas de nivel 3 aprobadas los supervisores europeos (directrices) que son asumidas en la mayor parte de los casos por los supervisores nacionales, en una cesión de competencias normativas mayor de lo que pudiera pensarse en un primer momento pero sin embargo necesaria si verdaderamente se quiere conseguir una unión de los mercados de capitales en Europa. La ESMA ha aprobado alrededor de setenta directrices sobre diversos preceptos de normas de nivel 1 (sobre IIC o UCITS, AIFMD, MiFID II, conglomerados financieros, transparencia, abuso de mercado, folletos, y admisión a negociación, ventas en corto, índices de referencia, fondos del mercado monetario, entidades de contrapartida central, criptoactivos, etc.), que han sido asumidas prácticamente en su totalidad por la CNMV.

Si tomamos como ejemplo la normativa de abuso de mercado, el régimen europeo al respecto, además del MAR (Reglamento 596/2014), se integra por dieciséis reglamentos y directivas delegadas. Junto a ellas, la ESMA ha aprobado dos directrices de sobre abuso de mercado y un documento de «preguntas y respuestas». En España, al margen del régimen administrativo sancionador, la Ley de Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMV) dedica siete artículos a esta materia sin incidir en el régimen sustantivo del uso indebido de información privilegiada y la manipulación de cotizaciones más allá de su artículo 230 en donde se establece el umbral de veinte mil euros a partir del cual es necesario notificar al supervisor las operaciones realizadas por consejeros y personas con responsabilidades de dirección y por las estrechamente a ellas vinculadas. Este umbral ha sido armonizado en los 27 países de la Unión con la reciente reforma del MAR por el Reglamento



2024/2809, de 23 de octubre, que lo sitúa en veinte mil euros frente a los ocho mil anteriores si bien el supervisor nacional puede reducirlo a diez mil euros (lo que ha hecho Malta) o elevarlo a cincuenta mil (Dinamarca), previa justificación ante la ESMA de su decisión en la que habrá de referirse a las condiciones del mercado que le han llevado a adoptarla.

Esta dispersión normativa es menor en España que en el Derecho emanado de la Unión puesto que contamos como leyes marco como la LMV, la LIIC y la LECR desarrolladas, en lo que a los mercados de valores y empresas de servicios de inversión se refiere, por tres reales decretos aprobados en el año 2023 (que *grosso modo* incorporan el contenido de la MiFID II y en lo necesario, el MiFIR, el Reglamento de folletos, el de abuso de mercado y el régimen de postcontratación), además de la normativa vigente con anterioridad a la nueva LMV del 2023, por ejemplo, en materia de transparencia y comunicación de participaciones significativas (RD 1362/2007) o el de instituciones de inversión colectiva (RD 1082/2012), que han sido objeto de posteriores modificaciones. La frecuente remisión en preceptos de la legislación española a la normativa europea dificulta en ocasiones la comprensión del derecho de origen nacional.

A la normativa financiera ha de sumarse la relativa a las sociedades cotizadas, tanto en el ámbito europeo como en el español (opas, comités en el seno del consejo, presencia equilibrada de mujeres y hombres en el órgano de administración y en la alta dirección o la normativa aún no incorporada en relación con el informe de sostenibilidad). Si bien las normas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas las encontramos con carácter general en la LSC (y en los códigos de buen gobierno), las relativas a las ofertas públicas de adquisición se incluyen en la LMV –pendiente de modificación el desarrollo reglamentario–, con preceptos sobre la necesaria autorización de la junta al órgano de administración antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta (salvo la búsqueda de opas competidoras), la adopción de «medidas de neutralización» o el régimen de las compraventas forzosas. El régimen de supervisión, inspección y sanción por incumplimientos de determinados deberes y obligaciones previstas en la LSC lo encontramos en la LMV. Todo ello pone de manifiesto uno de los caracteres actuales nuestra disciplina: la confluencia entre el derecho administrativo y el derecho mercantil que implica la irrupción de normas de naturaleza pública en el estatuto jurídico de la sociedad cotizada.

Por otra parte, desde el punto de vista normativo es preciso distinguir entre las sociedades cotizadas en mercados regulados y las cotizadas en sistemas



multilaterales de negociación (SMN) a pesar de que la reforma de la LSC por la Ley 5/2021 equipara el régimen de las cotizadas en SMN (como *BME Growth*) con las que lo están en las bolsas de valores con la excepción de las siguientes materias: gobierno corporativo (régimen especial de los órganos sociales, junta y consejo, obligación de elaborar el informe anual de gobierno corporativo y el informe de remuneraciones de consejeros) el régimen de las acciones de voto doble por lealtad y, de forma indirecta, la obligada información sobre sostenibilidad prevista en la normativa europea, desde el momento en el que sólo las grandes entidades de interés público –cotizadas por su elevada capitalización en mercados regulados frente a las que lo hacen en SMN– están obligadas a elaborar el informe de sostenibilidad a partir del ejercicio 2024. Como se ha señalado anteriormente, se está a la espera de la publicación del real decreto de modificación del de opas para aplicar este régimen a las cotizadas en sistemas multilaterales de negociación.

II. LAS CRISIS FINANCIERAS COMO DESENCADENANTES PRINCIPALES DE LAS REFORMAS LEGALES

En el derecho del mercado de valores, son las crisis financieras las que provocan los principales cambios legales. Ya desde el *crac* bursátil de octubre de 1929 que implicó la aprobación en los Estados Unidos de la *Securities Act*, 1933 y la *Securities Exchange Act*, 1934, hasta la crisis iniciada a finales del 2007 con la caída de Lehman Brothers que en aquel país supuso la aprobación de la *Dodd-Frank Act* en 2010, el legislador ha tratado de resolver los problemas revelados por las crisis financieras con nueva normativa. Así, en 1933 se crea la *Securities Exchange Commission* en los Estados Unidos como autoridad supervisora de los mercados de valores y de quienes en ellos operan, lo que en España llegaría en 1988 con la creación de la CNMV por la Ley 24/1988. En la Unión Europea, una de las consecuencias legales más señaladas de la última gran crisis financiera que eclosiona en 2008 fue la creación —siguiendo las recomendaciones contenidas en el Informe Larosièrè— de tres autoridades supervisoras (EBA, EIOPA y ESMA) por los Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo números 1093, 1094 y 1095, respectivamente, todos ellos del 24 de noviembre de 2010. En los expositivos de las tres normas se hace referencia a la necesidad de dar respuesta a las «graves deficiencias» en la supervisión financiera que había revelado la crisis.

También consecuencia de esta crisis, para traer a la luz el sistema bancario en la sombra, se aprobó la Directiva de 8 de junio de 2011, relativa a



los gestores de fondos de inversión alternativos. Se prohibieron asimismo conductas altamente especulativas como las ventas en corto al descubierto (Reglamento 236/2012, de 14 de marzo) y se trató de poner coto a la operativa extrabursátil (OTC) de derivados financieros con la promulgación del EMIR en 2012. Se aprobaron además otras reformas legales, no sólo respecto a los mercados de valores (reforma del régimen la postcontratación, por ejemplo) sino también en materia bancaria y aseguradora, reformas en las que no podemos entrar. El objetivo principal fue tratar de evitar el riesgo sistémico, esto es, el carácter sistémico del riesgo.

En 2014 tiene lugar la gran reforma relativa a la estructura de los mercados de valores europeos y a la prestación de servicios de inversión a través de aprobación de la MiFID II y el MIFIR, directiva y reglamento que han de «leerse conjuntamente», en palabras del legislador europeo. Estas normas se gestaron a partir del acuerdo de Pittsburg del G-9 en 2009 para mejorar la transparencia y supervisión de los mercados entonces menos regulados. También en el 2014 se aprueba el reglamento de abuso de mercado (MAR). Estas tres normas junto con la Directiva de transparencia y el Reglamento de folletos constituyen el eje normativo sobre el que se organiza el derecho europeo del mercado de valores por lo que respecta a la organización y funcionamiento de los mercados de valores y la prestación de servicios de inversión.

Finalizadas las principales reformas legales consecuencia de la crisis financiera, la Comisión presenta en el 2015 su Plan de acción para la construcción de la unión de los mercados de capitales en la UE, en donde, además de analizarse la normativa financiera aprobada en respuesta a la crisis, se recoge un listado de actuaciones que implican, ya la aprobación de nuevas normas, ya la reforma de las vigentes, en un movimiento legislativo constante: en el 2020 se publica un segundo Plan que continúa con el desarrollo del objetivo de la unión de los mercados de capitales. Antes de las elecciones al Parlamento Europeo de junio del 2024 quedó aprobada por el Parlamento la conocida como *Listing Act* que supone la derogación de la directiva de admisión a negociación y la reforma de las principales normas sobre los mercados de valores en la UE (MiFID II, MiFIR, MAR y Reglamento de folletos). El 14 de noviembre se publicaron en el Diario Oficial el Reglamento 2024/2809 y la Directiva 2024/2811. A ellas se suma la Directiva 2024/2810 relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación. Estas reformas pretenden fomentar la financia-



ción de la empresa a través de los mercados de valores, simplificando además ciertas obligaciones de información para los emisores de valores. La simplificación y reducción de cargas administrativas sigue siendo un objetivo de política legislativa europea.

El legislador europeo busca la creación de un mercado financiero integrado, al amparo de la libre circulación de capitales y de prestación de servicios, en el que tengan acomodo también regímenes especiales en función por ejemplo del volumen y tipo de inversiones (*crowdfunding*) o de los activos objeto de inversión o intercambio (Reglamento sobre un régimen piloto de infraestructuras de mercados en DLT, Reglamento MiCA). El modelo ha partido del sistema británico, con la paradoja de la retirada del Reino Unido de la Unión Europea en el 2018 (*Withdrawal Act*), lo que ha supuesto un cierto distanciamiento en la actualidad del régimen anglosajón de mercado de valores y desde el fin del periodo de transición, un descenso del 46 % en el volumen de negociación de acciones en los mercados de la UE (ESMA, 2023).

La técnica normativa de la directiva, la más común en las primeras normas europeas está siendo sustituida de forma paulatina por el Reglamento, por ser éste un instrumento más eficaz para la consecución de la unión de los mercados de capitales. En este sentido, la reforma operada por el Reglamento 2024/791, 28 de febrero, traslada algunas previsiones de la MiFID II al MiFIR, se indica por la necesidad de terminar con las diferentes transposiciones de la MiFID II a los derechos de los Estados miembros, lo que ha llevado, entiende el legislador europeo, a condiciones de competencia desiguales entre los centros de negociación de la Unión. Pero la unión europea de los mercados de capitales queda aún lejos, pese al paulatino recurso al reglamento como técnica normativa. A ello se suma un mercado muy fragmentado entre los 27 países miembros. Con datos de la ESMA, en junio de 2023 existían 116 mercados regulados, 149 sistemas multilaterales de negociación (SMN) y 30 sistemas organizados de contratación (SOC), 14 entidades de contrapartida central y 32 depositarios centrales de valores. Compárense estos datos con los de los Estados Unidos, que cuenta con 24 mercados regulados y con un volumen de negociación de acciones más de seis veces superior al de la Unión Europea; existe una única entidad de contrapartida central y otra de liquidación integradas en el mismo grupo frente al fragmentado panorama de las entidades europeas de postcontratación.

La pérdida de competitividad de los mercados europeos es clara: el porcentaje de capitalización bursátil de los mercados estadounidenses ascendió



en julio del 2024 al 61% del total, cuando este país representa aproximadamente el 25 % del PIB mundial (*The Economist*). La capitalización bursátil de los mercados de la Unión Europea es menor que la que le correspondería por PIB (*Informe Letta*) pese a la integración de buena parte de las gestoras o rectoras de estos mercados en grandes grupos europeos (Euronetx, el suizo SIX en el que se han integrado las bolsas españolas) o en el estadounidense NASDAQ (OMX) para los mercados de los países nórdicos y del Báltico.

Por otra parte, es reiterada la demanda de un régimen fiscal armonizado para operaciones sobre valores y de un régimen uniforme en materia concursal de las cotizadas, así como el establecimiento de un único concepto de accionista en la legislación de la Unión.

Todo ello pone de manifiesto, sin desmerecer los avances realizados desde principios de este siglo, el mucho camino aún por recorrer respecto a la unión de los mercados de capitales: no es suficiente con una armonización del régimen de los centros de negociación y de la prestación de los servicios de inversión en la Unión Europea (MiFID II, financiación participativa, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva sean abiertas o cerradas, capital-riesgo, etc). Es necesario además alcanzar al menos una armonización de mínimos respecto al derecho de sociedades cotizadas, necesidad más acuciante para las cotizadas en sistemas multilaterales de negociación, en donde el ejercicio de la potestad reglamentaria por las sociedades rectoras de estos SMN a través de la aprobación de los reglamentos de cada mercado y las circulares internas, lleva al establecimiento de diferencias en la UE no sólo respecto a la admisión de las sociedades a negociación sino también por lo que respecta a su exclusión de los sistemas multilaterales de negociación. Estas materias están armonizadas en los mercados regulados (Reglamento de folletos, MiFID II y MIFIR reformados respecto a las admisiones a negociación, directiva de opas o directiva de transparencia, por indicar las principales normas de nivel 1), pero no en estos no ya tan nuevos SMN. La compleja situación geopolítica mundial ha llevado a la Comisión Europea, sobre la base de los informes Letta y Draghi ambos de 2025, a poner en marcha una nueva fase en Europa con la aprobación de la Comunicación de 19 de marzo de 2025: la unión de los ahorros y las inversiones en la UE de forma que eliminen las barreras en el mercado interior de servicios financieros y se mejore la competitividad de nuestra economía, todo ello en un plazo de dos años.



III. EL FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE LOS MERCADOS DE VALORES. EL DILEMA ENTRE LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y LA REDUCCIÓN DE CARGAS ADMINISTRATIVAS A LAS EMPRESAS

Al margen de las crisis financieras como detonantes de las reformas legales, una de las constantes la política legislativa europea de los últimos diez años ha sido el fomento del acceso de las pymes a los mercados de valores, que de esta forma verían ampliadas sus posibilidades de financiación más allá de la tradicional financiación bancaria. Junto con un régimen más simplificado del folleto informativo, las últimas reformas de la MiFID II promueven los mercados de pymes en expansión, sistemas multilaterales de negociación con menores requisitos de cotización que los previstos para los mercados regulados. La MIFID I del 2004 consideró la gestión de un SMN como un servicio de inversión sometido a autorización administrativa. La MiFID II estableció en su artículo 19 un régimen más detallado para el funcionamiento de estos mercados; la referencia fueron los *Alternative Trading Systems* estadounidenses (el NASDAQ en su origen) frente a las bolsas de valores (mercados regulados). Hoy los SMN domiciliados en Países Bajos, Francia y Alemania concentran el mayor volumen de negociación en la UE. En España el principal SMN para acciones es *BME MTF Equity* que cuenta con el segmento de negociación *BME Growth*. Del grupo BME es también Latibex. En 2023 se autoriza por la CNMV un nuevo SMN para renta variable: *Portfolio Stock Exchange*

Pero al menos en este momento estamos asistiendo a un cierto declive de los mercados de valores como vía de financiación de la empresa y de colocación del ahorro de las familias. Las razones de ello son complejas: desde la actividad del capital riesgo, a la dificultad de cumplimiento de los requisitos y costes que supone para las sociedades anónimas cotizar en los mercados regulados. No debe olvidarse tampoco el régimen fiscal de las ganancias y pérdidas patrimoniales, que incide especialmente en la retirada del pequeño inversor de las bolsas de valores. Una fiscalidad menos gravosa a la inversión bursátil (como la existente respecto a las instituciones de inversión colectiva, sean abiertas o cerradas) contribuiría al menos en España a la vuelta de los pequeños inversores a las Bolsas. En la actualidad, la mayoría de las acciones cotizada en las bolsas españolas están en manos de inversores institucionales.

En el derecho del mercado de valores, desde la política legislativa de la Unión, está siempre presente el dilema entre una regulación estricta que



puede disuadir a muchas empresas de salir a cotizar en mercado regulado, pero que en principio implica una mayor protección del inversor, especialmente del minorista. Piénsese por ejemplo en las obligaciones de información pública periódica o la normativa sobre ofertas públicas de adquisición aplicable sólo a sociedades cotizadas en mercado regulado, aunque la nueva LMV prevé su extensión a las cotizadas en SMN por vía reglamentaria, en donde el umbral del 30% de los derechos de voto (el control) se elevará al 50% como desencadenante del deber de formular una opa. O en las obligaciones legales relacionadas con el gobierno corporativo, algunas de las cuales tienen su origen en los códigos de buen gobierno de las cotizadas.

Una manifestación de lo expuesto la encontramos en la recientemente aprobada reforma del régimen de abuso de mercado: la razón principal que justifica la reforma, según se lee propuesta original de diciembre del 2022, es la necesidad de eliminar o de al menos minorar aquellos requisitos que se han considerado en exceso gravosos respecto al cumplimiento de la normativa aplicable no sólo para las cotizadas en mercados regulados sino también para las que lo hacen en sistemas multilaterales de negociación —incluidos los mercados de pymes en expansión—, y en sistemas organizados de contratación; recuérdese que la normativa de abuso de mercado es aplicable a todos los centros de contratación europeos. Como expresamente se aduce entre las razones de la modificación del MAR por el *Reglamento 2024/2809 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre por el que se modifican los Reglamentos 2017/1129 [folletos], 596/2014 [abuso de mercado] y 600/2014 [MiFIR] para hacer que los mercados en capitales públicos de la Unión resulten mas atractivos para las empresas y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas*, destaca la consideración de que algunos requisitos adicionales de información y divulgación suponen una «carga especialmente elevada para los emisores» por lo que se modifica el régimen de la comunicación de operaciones de consejeros y directivos y se simplifica el de las listas de iniciados, entre otras materias.

Por otra parte, es cierto que la tutela permanente otorgada por la normativa de los mercados de valores al inversor o cliente minorista, en ocasiones le impide a éste obtener mayores rentabilidades —o pérdidas— por sus inversiones como las que pudieran conseguir inversores o clientes profesionales y contrapartes elegibles, al estarle vedada al minorista determinada operativa en los mercados, como son los acuerdos con empresas de servicios de inversión de garantía financiera con cambio de titularidad (art. 86 RD 813/2023), o la limitación del apalancamiento máximo al que pueden quedar



expuestos los minoristas en la contratación de derivados financieros (v. Resolución de la CNMV de 11 de julio de 2023). Llevada al extremo la obligada evaluación de la conveniencia e idoneidad de los productos financieros por las empresas de servicios de inversión con carácter previo a su ofrecimiento a un cliente minorista, podríamos llegar al absurdo de no poder el minorista invertir en Bolsa por el alto riesgo que presenta para él la renta variable negociada. Y sin embargo, puede invertir en bitcoins u otros criptoactivos al amparo del Reglamento MiCA.

Puesto que la información a suministrar a los inversores profesionales y contrapartes elegibles es menor que en el caso de los minoristas, por entender que los primeros tienen los conocimientos necesarios para valorar el riesgo de sus inversiones, existen dos niveles de exigencia respecto a los requisitos a cumplir por las empresas de servicios de inversión en sus relaciones con clientes: el más laxo dirigido a inversores profesionales y contrapartes elegibles y el más estricto para inversores minoristas. Un ejemplo de ello es la normativa de folletos: cuando los valores se dirigen exclusivamente a inversores profesionales, no es necesario elaborar un folleto informativo con independencia del volumen de la emisión o venta de valores ofertados, mientras que, una oferta pública por la misma cuantía, si se dirige a minoristas sí requiere de folleto informativo.

Y sin embargo, en la práctica ha sido el derecho de contratos el recurso más eficaz para detener o al menos reparar los posibles abusos que algunas entidades de crédito y empresas de servicios de inversión han cometido en la comercialización de determinados instrumentos financieros (swaps, acciones, participaciones preferentes, etc); sin perjuicio de la utilidad del establecimiento de requisitos para la creadoras y distribuidoras de productos financieros en la MiFID II, no hay evidencias claras de que estas normas sobre gobernanza de producto tengan la misma eficacia tuitiva que los remedios *ex post* como pueden ser la acción resolutoria o la de nulidad del contrato ante los daños causados a inversores.

IV. EL FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE LOS MERCADOS DE VALORES COMO VÍA SUPERADORA DE LAS DIFERENCIAS ENTRE LOS DERECHOS SOCIETARIOS NACIONALES

Hay cierta reticencia de los Estados miembros a la hora de renunciar a las peculiaridades de su derecho societario interno; de ahí que la directiva haya sido el instrumento elegido para la armonización europea de determinadas materias societarias. Quedan pendientes otras muchas, desde el ya



citado concepto de accionista al reconocimiento de acciones de voto múltiple con carácter general. Los avances hacia un régimen común han sido mayores en el ámbito de las cotizadas en mercados regulados especialmente respecto a cuestiones de gobierno corporativo.

Ahora en cambio, con el objetivo de fomentar el acceso de las pymes a los mercados de valores, el legislador ha aprobado el reconocimiento de las acciones de voto múltiple para las sociedades cotizadas no en mercados regulados, sino en sistemas multilaterales de negociación. Lo que en un principio se pensó únicamente para pymes cotizadas en mercados (SMN) de pymes en expansión lo generaliza la directiva sobre estructuras de voto múltiple a las sociedades que solicitan la admisión de sus acciones a negociación en un mercado de pymes en expansión aunque no tengan la condición de pyme. La MifiD II —en España el artículo 76 de la LMV— exige únicamente que el 50% de las empresas cotizadas en estos mercados de pymes en expansión tengan la condición jurídica de pyme, para que el mercado tenga esta consideración, entendiendo por tales aquellas sociedades con una capitalización de mercado media inferior a 200 millones de euros. La razón de esa incursión del legislador financiero en el derecho de sociedades es, como hemos indicado, el intento de fomentar los mercados de valores como vía de financiación de la pyme

La Directiva 2024/2810 relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de SMN, permite a sus propietarios mantener el control de la empresa tras la admisión a negociación de sus acciones. Si bien las reformas de carácter financiero de la *Listing Act* fueron aprobadas por el Parlamento con holgada mayoría (alrededor de 75 % de los votos fueron favorables a las propuestas), en el caso de la directiva sobre estructuras de acciones de voto múltiple los votos a favor apenas superaron el 50 % de los emitidos y esta propuesta obtuvo 118 votos en contra además de 114 abstenciones. Con ello queremos significar que el reconocimiento de las acciones de voto múltiple —aunque limitado a las sociedades que solicitan la admisión en un sistema multilateral de negociación— es una reforma controvertida del derecho de sociedades europeo, pese a que en países de la Unión como los nórdicos o los Países Bajos y recientemente Alemania, Francia e Italia están admitidas con mayores o menores restricciones respecto al ejercicio de ese voto múltiple en atención a la tutela del socio minoritario. En España, con excepción de las acciones de voto doble por lealtad, no se admite la ruptura del principio de proporcionalidad entre el valor nominal



de la acción y el derecho de voto (art. 96 LSC). Los casos en los que sociedades españolas —cotizadas o no— cuentan con dos clases de acciones, una de ellas con mayor número de votos por acción que la otra, no rompen el principio de proporcionalidad puesto que el nominal de la acción en una clase es proporcionalmente superior al nominal de la otra clase (por ejemplo, 30 céntimos de valor nominal y cinco votos por acción para las de la clase A y seis céntimos de nominal y un voto por acción para las de la Clase B.)

La directiva de estructuras de voto múltiple permite varias opciones a la hora de su transposición al derecho interno, lo que, en función de cómo se realice, podrá dar lugar a una falta de armonización a este respecto sin perjuicio de que la competencia entre los diversos mercados de pymes en expansión pueda llevar al establecimiento de regímenes similares en los diversos mercados de la Unión. Pero en todo caso, será posible en nuestro país, más allá de las acciones de voto doble por lealtad, existentes en algunas —pocas— cotizadas en mercado regulado, reconocerse estatutariamente para las cotizadas en mercados de pymes en expansión, la existencia de acciones con voto múltiple.

V. TENDENCIAS ACTUALES DEL DERECHO FINANCIERO Y SOCIETARIO: LA SOSTENIBILIDAD Y LA DIGITALIZACIÓN

Asistimos en los últimos años a la mayor labor legislativa europea en torno a la sostenibilidad en un fenómeno sin parangón incluso comparado con otras áreas jurídicas tradicionalmente profusas como esta que nos ocupa del derecho del mercado de valores o el derecho bancario. Desde la modificación de la directiva contable por la directiva del 2014 que introdujo la obligación de publicar, para determinadas sociedades de gran tamaño, el estado de información no financiera, la acción normativa a iniciativa de la Comisión Europea no ha parado de crecer, con apoyatura en varios comunicados o planes de acción para el fomento de las finanzas sostenibles, el primero de ellos, de 8 de marzo de 2018. En el 2019 se publica el Reglamento de divulgación de información sobre sostenibilidad en el sector financiero (SFRD) —al que sigue el Reglamento de Taxonomía de 18 de junio de 2020, que modifica el SFRD—. No es este el lugar para una exposición detallada de las nuevas obligaciones que se imponen a las entidades financieras y a las sociedades cotizadas en materia de sostenibilidad, obligaciones fundamentalmente informativas. Pero sí queremos dejar constancia de que la normativa europea lidera la transición hacia un modelo económico más sostenible poniendo el acento, en lo que aquí interesa, en las finanzas sostenibles, esto



es, atribuyendo un papel decisivo al sector financiero en apoyo de la sostenibilidad de forma que, en palabras de la CNMV, se facilite una adecuada reorientación de los flujos de capital que financie la necesaria transformación de la economía. Dadas las funciones claves que desarrolla el sector financiero para el buen funcionamiento del sistema económico, impulsar el ejercicio de su actividad de forma sostenible es básico para alcanzar los objetivos del Acuerdo de París y del Pacto Verde Europeo, lo que justifica a la Unión para regular las finanzas sostenibles. Como es habitual en el sector financiero —incluidas las sociedades cotizadas— las primeras obligaciones de información relacionadas con la sostenibilidad se imponen a las entidades de interés público, esto es, entidades financieras y sociedades cotizadas, sin perjuicio de la existencia de excepciones en el ámbito subjetivo a la aplicación de la normativa respecto a la obligación de formular el informe de sostenibilidad como es el caso de las microempresas y las pequeñas entidades de asesoramiento financiero.

Pero en esta materia de la sostenibilidad —rectius de la información sobre sostenibilidad—, por decirlo gráficamente, el legislador europeo ha levantado el pie del acelerador. Junto con las quejas del sector sobre las excesivas cargas informativas, el «efecto Trump» ha sido decisivo. De esta forma, se han introducido demoras en la obligación de publicar el informe de sostenibilidad para determinadas empresas. La Directiva 2025/794 de 14 de abril, por la que se modifican las Directivas (UE) 2022/2464 [Directiva sobre el informe de sostenibilidad] y (UE) 2024/1760 [CS3D] en lo que respecta a las fechas a partir de las cuales los Estados miembros deben aplicar determinados requisitos de presentación de información sobre sostenibilidad y de diligencia debida por parte de las empresas, tiene el objeto declarado de «reducir la carga que supone la presentación de información [sobre sostenibilidad] y mejorar la competitividad». En consecuencia, modifica en su artículo 1 la Directiva sobre el informe de sostenibilidad (CSRD por sus siglas en inglés) y en su artículo 2 la controvertida Directiva sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad (CS3D), publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea hace menos de un año.

Ninguna de las dos directivas modificadas por esta de 14 de abril de 2025 han sido incorporadas al Derecho español. Ello sin perjuicio de que parte del contenido de la Directiva sobre el informe de sostenibilidad (CSRD) se incluyó en la información a divulgar en el estado de información no financiera (EINF) tras la reforma operada por la Ley 11/2018, de 28 de diciembre por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley



de Sociedades de Capital y la Ley de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad. En la actualidad se encuentra en tramitación en el Congreso el proyecto de Ley de información empresarial sobre sostenibilidad, mediante la que se modifican el Código de Comercio, la Ley de Sociedades de Capital y la Ley de Auditoría de Cuentas, procedimiento que lleva dieciocho ampliaciones del plazo de enmiendas y que, previsiblemente, incorporará las demoras en la obligación de publicar el informe de sostenibilidad para las empresas que no sean grandes entidades de interés público o sus matrices con más de 500 trabajadores.

Las grandes empresas entidades de interés público han tenido que elaborar el informe de sostenibilidad para el ejercicio que comenzó el 1 de enero del 2024 (art. 5 de la Directiva 2022/2464, CSRD). El retraso en la transposición de la Directiva, cuya fecha límite para ello fue el 6 de julio de 2024, llevó a la emisión de un comunicado conjunto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del ICAC el pasado 27 de noviembre en el que se recomendaba la elaboración de la información sobre sostenibilidad conforme a la Directiva y los estándares europeos al respecto (ESRS). La demora para el resto de las empresas obligadas a publicar el informe de sostenibilidad conforme a la Directiva del 2022 es de dos años. Esto es, las sociedades obligadas conforme a la Directiva a presentar la información sobre sostenibilidad a partir del ejercicio que comienza el 1 de enero de 2025 (grandes empresas y matrices de grupo grande con menos de 500 trabajadores) lo harán a partir del que comienza el 1 de enero de 2027. Y las obligadas a hacerlo para el ejercicio 2026, deberán presentarla para el ejercicio que comience el 1 de enero de 2028. Estas últimas son las pymes emisoras de valores admitidos a negociación en mercado regulado —excluidas las microempresas—, las entidades de crédito pequeñas y no complejas, las entidades aseguradoras cautivas y las reaseguradoras cautivas.

En relación con la digitalización —acelerada por la pandemia respecto a la digitalización de actos societarios— asistimos a la puesta en marcha de un ambicioso proyecto de creación de un punto de acceso único europeo (PAUE) gestionado por la ESMA respecto a la información de obligada divulgación en el sector de los servicios financieros, los mercados de capitales y la sostenibilidad. El Reglamento de 13 de diciembre de 2023 por el que se crea este sistema, modificó 35 directivas y reglamentos europeos. Hoy por hoy en Europa sólo las grandes empresas se financian de forma transfronteriza, quedando la gran mayoría limitadas en su búsqueda al ámbito nacional. Es por ello por lo que este portal web o punto de acceso único a la informa-



ción financiera en toda la UE, con un formato que permitirá su comparabilidad, se cree es una medida que facilitará la inversión en empresas no necesariamente del Estado miembro del inversor, como sucede hoy con frecuencia en el caso de las pymes, limitadas normalmente en el ámbito nacional. Este PAUE no nace como un proyecto cerrado sino que se irán incorporando nuevos datos al registro electrónico; así por ejemplo el informe al que se refiere la Directiva de diligencia debida en materia de sostenibilidad.

Por último una materia que está pasando relativamente desapercibida, con contadas excepciones en la doctrina española, es la relativa a las obligaciones en materia de resiliencia operativa digital que impone el conocido como DORA (Reglamento 2022/2554, de 14 de diciembre) a las entidades financieras (se citan en su artículo 2 más de 20 tipos de entidades financieras sometidas al Reglamento) y que ha sido desarrollado por cinco reglamentos delegados de la Comisión Europea. La normativa DORA establece una serie de requisitos que han de cumplir las entidades financieras en relación con la gestión del riesgo en el ámbito de las tecnologías de la información y de la comunicación (TIC) y atribuye expresamente al órgano de administración la aprobación de la estrategia de resiliencia operativa digital de la sociedad así como la responsabilidad última de la gestión de este riesgo que se integra en el sistema global de gestión de riesgos de la entidad.

Como conclusión, diez años después de la aprobación de la MiFID II, se ha avanzado en la unión de los mercados de capitales, especialmente por la concentración en grandes grupos propietarios de los mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación europeos: Euronext y de menor tamaño, Nasdaq Europe y Six. Pero continúa la fragmentación de la post-contratación con distintos depositarios centrales de valores en la Unión además de la inexistente armonización de la fiscalidad de las inversiones. A ello hay que sumar las diferencias en el derecho de las sociedades abiertas de los distintos Estados miembros. Todo ello provoca que la inversión transfronteriza en los mercados de capitales siga siendo residual al menos desde la perspectiva del inversor minorista.





La obra *Derecho de la Empresa y los Mercados* reúne las aportaciones de destacados especialistas para analizar los principales cambios normativos, regulatorios y jurisprudenciales que han transformado el Derecho mercantil durante la última década. En un contexto marcado por la intensa actividad legislativa y por la aparición de nuevos desafíos económicos y tecnológicos, la obra proporciona una visión crítica de la evolución reciente de esta disciplina y de las tendencias que están llamadas a marcar su transformación.

Sus contribuciones abordan algunos de los debates más relevantes: la financiación empresarial y los mercados financieros, la protección de inversores y consumidores, las acciones colectivas y la litigación en masa, la competencia en los entornos digitales, la contratación mercantil, la protección de la innovación y de los activos intangibles, así como el impacto de las nuevas tecnologías en la actividad económica. Especial atención merecen cuestiones como la inteligencia artificial, las plataformas digitales, los criptoactivos, el euro digital o los nuevos retos regulatorios derivados de la transformación tecnológica.

En suma, es una obra no sólo con interés académico sino también con una vocación práctica que brinda al lector una composición de lugar sobre cómo se están redefiniendo las instituciones del Derecho mercantil contemporáneo.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí



LA LEY