

# Documento de conclusiones sobre el desarrollo y los resultados de las pruebas del proyecto “REALFUND” presentado por el promotor Sunblock Urban Token, S.L.

DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA ESTRATÉGICA Y ASUNTOS INTERNACIONALES  
28 de marzo de 2023

## 1. ANTECEDENTES

La Ley 7/2020, de 13 de noviembre, para la transformación digital del sistema financiero (en adelante, “**Ley 7/2020**”) regula un entorno controlado de pruebas que permite llevar a la práctica proyectos tecnológicos de innovación en el sistema financiero. Con fecha 23 de febrero de 2021, Sunblock Urban Token, S.L. (en adelante, “el **Promotor**”) presentó una solicitud para acceder al espacio controlado de pruebas (en adelante, “el **Sandbox**”) conforme a un proyecto piloto, “**REALFUND**” o el “**Proyecto**”.

El objeto de este Proyecto ha sido desarrollar una plataforma para emitir préstamos participativos representados mediante tokens en la red Blockchain pública de Ethereum.

Con fecha 14 de mayo de 2021 la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional publicó en su sede electrónica la lista de proyectos que recibieron una evaluación previa favorable para acceder al entorno de pruebas. Entre los proyectos que se asignaron a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (**CNMV**) como Autoridad Supervisora encargada de su monitorización, se encontraba el referido proyecto REALFUND.

Con fecha 5 de noviembre de 2021 la CNMV y el Promotor suscribieron el Protocolo de Pruebas en el que se establecían los términos y condiciones de la participación del Promotor en el espacio controlado de pruebas y, entre otras cuestiones, se detallaban las distintas pruebas que se llevarían a cabo por parte del Promotor en las distintas fases del Proyecto, así como los objetivos que se pretendían alcanzar con cada una de las pruebas.

Para la realización de las pruebas acordadas en el protocolo resultaba necesario la ejecución de las formalidades para la emisión de la deuda. Esto incluía:

- La formalización de los acuerdos sociales para la emisión de préstamos participativos y, en su caso, otorgamiento de las garantías previstas en el Art. 401 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC).
- Elevación a público de los acuerdos y efectiva inscripción registral o cualquier otro trámite societario, notarial o registral necesario para la emisión de los préstamos participativos.

Una vez que se había cumplido con los requisitos legales para la emisión de los préstamos participativos, comenzaron las pruebas de las distintas fases del Proyecto previstas en el Protocolo, que han durado en torno a 8 meses.

El Promotor remitió a la CNMV la memoria de resultados del Proyecto de conformidad con el apartado 1 del artículo 17 de la Ley del Sandbox, el cual dispone que, una vez concluidas las pruebas,

el promotor elaborará una memoria en la que se evaluarán los resultados de estas y del conjunto del proyecto piloto y la remitirá en el plazo de un mes a la autoridad supervisora que haya seguido las pruebas.

Asimismo, el apartado 3 del artículo 17 de la Ley 7/2020 establece que la Autoridad Supervisora que haya sido responsable del seguimiento de las pruebas elaborará un documento de conclusiones sobre su desarrollo y resultados. Dichas conclusiones se tendrán en cuenta a efectos de lo previsto en los artículos 25 (el Informe anual sobre transformación digital del sistema financiero elaborado por la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional) y 26 (inclusión en la Memoria anual de las autoridades supervisoras de un informe sobre la aplicación de la innovación de base tecnológica a sus funciones supervisoras). En cumplimiento de lo establecido en el citado apartado 3 del artículo 17 de la Ley 7/2020, se elabora el presente documento, en el que se recogen las conclusiones sobre el desarrollo de las pruebas y sus resultados.

## 2. DESCRIPCIÓN Y OBJETIVO DEL PROYECTO

### 2.1 Descripción

El objeto de este Proyecto ha sido probar una plataforma para emitir préstamos participativos representados mediante tokens en la Blockchain pública de Ethereum. La finalidad de los préstamos participativos ha sido financiar el desarrollo de un sistema de realidad virtual que mejore la comercialización de productos inmobiliarios.

De conformidad con lo dispuesto en los artículos 34 y 35 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (“**TRLMV**”)<sup>1</sup>, esta emisión y posterior colocación de los tokens representativos de los préstamos participativos entre los inversores no estaba sujeta a la obligación de publicar folleto, pero requería de la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión (ESI) a los efectos de validar y supervisar el proceso de comercialización.

### 2.2 Objetivo

Las pruebas realizadas en el Sandbox han tenido como objetivo amplio probar soluciones basadas en tecnología Blockchain para la financiación de proyectos, en un principio aplicadas al mercado inmobiliario. En concreto se pretendía probar:

- Los beneficios que aporta la emisión de préstamos participativos empleando blockchain.
- Que a través de *smart contracts* se puede restringir la transmisibilidad de los tokens a los inversores que hayan sido debidamente registrados en un listado (*whitelist*) con carácter previo al envío de los tokens a las respectivas *wallets*.
- Que a través de *smart contracts* se pueden repartir los intereses a los inversores consultando la *whitelist* del proyecto y utilizando una moneda estable (*stablecoin*).

---

<sup>1</sup> Las pruebas se realizaron con anterioridad a la aprobación, el 9 de marzo de 2023, de la reforma del Proyecto de Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión y, por tanto, tuvieron que realizarse de acuerdo al marco normativo de ese momento.

### 3. DESARROLLO Y RESULTADO DE LAS PRUEBAS

#### 3.1 Desarrollo de las pruebas

Durante las pruebas se procedió a la emisión de los tokens representativos de préstamos participativos, al pago de los intereses y a la devolución del capital a los inversores.

Con el fin de limitar los riesgos o la complejidad de las pruebas, se acordó no probar determinados aspectos, en concreto:

- El mercado secundario que permitiría la transmisión de los tokens, una vez emitidos, entre inversores.
- La correspondiente retención de impuestos, que se ha realizado fuera de la plataforma.
- La distribución de beneficios vinculada a la posible venta de inmuebles que se realizaría, en su caso, por fuera de la plataforma.

El proyecto se estructuró en las siguientes fases:

Fase 0: Ejecución de las formalidades para la emisión de deuda.

Se llevó a cabo la formalización de los acuerdos sociales para la emisión de los préstamos participativos en cumplimiento de la legislación aplicable (Título XI de la Ley de Sociedades de Capital).

La Junta General Universal del emisor aprobó la emisión de préstamos participativos representados mediante títulos. Se acordó que los títulos no se emitirían y que los préstamos participativos se representarían por medio de tokens. Esto se ha realizado así al no estar contemplado en el marco legal aplicable la posibilidad de emitir los valores negociables directamente mediante tecnologías de registros distribuidos.

La emisión de los préstamos participativos cumplía con los requisitos de capitalización del artículo 401 de la Ley de Sociedades de Capital, al ser el importe total de las emisiones inferior al doble de los recursos propios de la sociedad. Asimismo, la formalización de los acuerdos sociales de emisión de los préstamos mediante el otorgamiento de escritura pública por el representante del emisor se realizó cumpliendo los requisitos del artículo 407 de la LSC.

Fase 1: Emisión de tokens representativos de un préstamo participativo.

Esta fase consistió en la emisión de tokens representativos del préstamo. Se procedió a publicar el *white paper* y a verificar el alta de los inversores y el proceso de solicitud de inversión por cada uno de ellos. Una vez cubierta la cantidad mínima establecida se procedió al cierre de la captación de fondos por parte del Promotor y se procedió a distribuir los tokens a las *wallets* de los inversores en la proporción adecuada, de acuerdo con las solicitudes de inversión y el capital aportado por cada uno de ellos.

Todos los inversores firmaron el consentimiento informado<sup>2</sup> y afirmaron conocer el contrato de préstamo y el *white paper* correspondiente a la emisión.

Fase 2: Pago de intereses y devolución del capital.

Durante esta fase se ha realizado lo siguiente:

---

<sup>2</sup> Documentos en los que se indica al inversor que está participando en las pruebas del *sandbox* y las circunstancias que conlleva. Los inversores deben conocerlo y aceptarlo con carácter previo a su participación.

El promotor adquirió la cantidad necesaria de moneda estable (USDC) en un Exchange para poder proceder al pago. A continuación, procedió al reparto de los intereses a cada una de las wallets de los inversores en función de su inversión (teniendo en cuenta la retención a aplicar en cada caso, cálculo que se realizó fuera de la plataforma). Se generaron códigos de referencia de cada transacción, permitiendo validar el origen, el destino, la cantidad repartida y los momentos de solicitud y registro de cada operación. Adicionalmente se verificó que los pagos se depositaron en las *wallets* de cada uno de los inversores en la proporción correspondiente a su inversión.

Finalmente se procedió a la amortización de los préstamos y a la devolución del capital mediante transferencias bancarias ordenadas por el promotor. Se verificó que el promotor había efectuado el depósito mediante transferencia SEPA en la cuenta bancaria de cada inversor para la devolución del principal y que había cerrado el proyecto en la plataforma.

Durante las pruebas no se han producido errores o incidencias.

### 3.2. Valoración de la autoridad supervisora del desarrollo de las pruebas

Una vez iniciadas las pruebas, tras el período necesario para la realización de la Fase 0, estas se han desarrollado con normalidad y no se han conocido incidencias técnicas ni operativas. Durante el periodo de pruebas, el Promotor ha ido informando a la CNMV puntualmente del comienzo y finalización de cada una de las fases del Proyecto, así como del detalle de las pruebas realizadas. La comunicación con el Promotor ha sido fluida y se han resuelto de forma adecuada todas las discrepancias que han surgido.

Resulta relevante destacar que los préstamos participativos (valores negociables que reconocen o crean deuda) se han representado formalmente por medio de títulos. Estos no se han emitido, y posteriormente se han representado por medio de tokens, quedando todo ello recogido en los acuerdos de la Junta General Universal Extraordinaria del promotor, y elevado a público ante Notario. Esto se ha realizado así ante la imposibilidad jurídica de emitir los valores negociables directamente mediante tecnologías de registros distribuidos.

## 4. CONCLUSIONES

### 4.1. Conclusiones del Promotor

Tras el desarrollo de las pruebas, el Promotor ha realizado las siguientes consideraciones relevantes respecto a las mismas:

- El propósito del Promotor al participar en el Sandbox ha sido poder diseñar e implementar una fórmula de financiación novedosa, analizando su ajuste al ordenamiento jurídico actual e identificar oportunidades de modificación legislativa que permitan la ejecución del Proyecto y proyectos similares en España.
- El Promotor indica que cumplió con los requisitos de capitalización y documentación de la emisión de los préstamos participativos exigidos por el Título XI de la LSC.

El Promotor manifiesta que en el marco del protocolo se acordó limitar el alcance del proyecto de modo que no fuese necesario cumplir con los requisitos del Capítulo IV del Título XI de la LSC en relación con el sindicato de obligacionistas. Sin embargo, consideran

que podrían encontrarse otras fórmulas, compatibles con la obligación de crear ese sindicato utilizando la tecnología de registros distribuidos.

- En cuanto al valor añadido del Proyecto, consideran que, una vez superadas las pruebas, se confirma que el Proyecto aporta potencial utilidad o valor añadido en los siguientes aspectos:
  - Facilitar el cumplimiento normativo mediante la mejora u homogeneización de procesos u otros instrumentos.
  - Suponer un eventual beneficio para los usuarios de servicios financieros en términos de reducción de costes, de mejora de la calidad o de las condiciones de acceso y disponibilidad de la prestación de servicios financieros o de aumento de la protección de la clientela.
  - Aumentar la eficiencia de entidades o mercados.
  - Proporcionar mecanismos para la mejora de la regulación o el mejor ejercicio de la supervisión financiera.
- La entrada en el Sandbox ha aportado valor añadido ya que ha sido necesario analizar, de forma exhaustiva, la normativa y realizar un análisis profundo de los riesgos del Proyecto.
- Finalmente, el Promotor considera que la regulación y el ejercicio de vigilancia por parte del supervisor no son freno a la innovación y que puede jugar un papel activo y positivo en promover la innovación.

#### 4.2. Conclusiones de la autoridad supervisora

En relación con las pruebas realizadas en las que se ha procedido a la emisión de los tokens y a los pagos derivados de las condiciones de los préstamos participativos utilizando blockchain, se considera que los resultados han sido satisfactorios.

El marco jurídico y regulatorio, en el momento de las pruebas, de la representación de los valores negociables en España, carecía de un reconocimiento expreso de la representación de valores negociables mediante la tecnología de registros distribuidos. Esta es la razón por la que los préstamos participativos han sido representados formalmente por medio de títulos si bien, estos no se han emitido, y se han representado en la práctica mediante tokens. La reciente modificación de la Ley del Mercado de Valores introduce seguridad jurídica en este ámbito.

##### Estatus jurídico de la representación de los valores negociables en España.

En el momento de las pruebas, la normativa española contemplaba dos formas de representación de valores negociables, títulos y anotaciones en cuenta; la normativa europea por su parte determinaba que los valores negociados en centros de negociación se representen mediante anotaciones en cuenta.

El 2 de junio de 2022, se publicó en el D.O.U.E. el Reglamento del Régimen Piloto TRD<sup>3</sup>, que es aplicable a partir del 23 de marzo de 2023. El Reglamento establece un régimen regulatorio para la autorización y operación de las infraestructuras de mercado basadas en la TRD en las que se podrán

---

<sup>3</sup> Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2022 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.o 600/2014 y (UE) n.o 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE. Este Reglamento será de aplicación a partir del 23 de marzo de 2023.

bien negociar, bien liquidar, bien negociar y liquidar instrumentos financieros emitidos mediante TRD.

Asimismo, este Reglamento incluye una modificación de la definición de instrumento financiero contenida en la Directiva MiFID II, al reconocer expresamente a la tecnología de registro distribuido como una válida forma de emisión y representación de los instrumentos financieros, dando prevalencia a la naturaleza y esencia del instrumento frente a la forma, en aplicación del principio de neutralidad tecnológica. El Reglamento otorga a los Estados miembros un plazo de 9 meses para que lleven a cabo las modificaciones normativas necesarias para la efectiva aplicación de la anterior modificación.

En relación con lo anterior, el 18 de marzo de 2023 se publicó en el Boletín Oficial del Estado la **Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión**, la cual entrará en vigor a los veinte días de su publicación. Entre otras importantes novedades, esta Ley incluye los sistemas basados en la tecnología de registros distribuidos como una forma válida de representación de los instrumentos financieros y, por tanto, de los valores negociables, lo que otorgará seguridad jurídica a las emisiones de instrumentos financieros realizados a través de esta tecnología.

## 5. PRÓXIMOS PASOS.

### 5.1. Próximos pasos del Promotor

El promotor pretende seguir comercializando sus servicios. A pesar de que la actividad no necesita de autorización administrativa, ya que únicamente ofrecen el uso de una plataforma tecnológica, el Promotor desea mantener informado al supervisor de sus actividades con el fin de ofrecer al supervisor un mejor conocimiento del Proyecto y de su evolución posterior a la salida del Sandbox, compartiendo retos y oportunidades.

### 5.2. Próximos pasos de la Autoridad Supervisora.

A lo largo de las pruebas, se ha podido verificar el funcionamiento de la tecnología para la emisión de tokens representativos de un préstamo participativo en blockchain permitiendo cumplir con el pago de los correspondientes intereses y la devolución del principal.

A partir de la entrada en vigor de la nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, la forma de representación de los valores negociables en sistemas basados en TRD tendrá un reconocimiento jurídico en España y constituirá una forma alternativa de representación a los títulos y a las anotaciones en cuenta, lo que otorgará seguridad jurídica a emisiones de valores negociables, como la de préstamos participativos tokenizados. No obstante, es preciso aclarar, preferiblemente de forma coordinada con otros supervisores europeos en el marco de ESMA, el ámbito objetivo del Reglamento del Régimen Piloto TRD para delimitar qué tipo de valores negociables pueden acceder a las Infraestructuras de Mercado basadas en la TRD que se crean al amparo del citado Reglamento. Ello es necesario para aclarar si las emisiones de préstamos participativos tokenizados, entre otros tipos de valores no participativos (deuda), pueden considerarse incluidos dentro del apartado 1b) del artículo 3 del Reglamento y, por tanto, puedan acceder a este tipo de infraestructuras de mercado. Asimismo, será preciso aclarar si son considerados como instrumentos financieros complejos y, por tanto, no aptos para su comercialización a inversores no cualificados.

Finalmente, y sin perjuicio de lo anterior, es preciso indicar que, de conformidad con el Reglamento, este se revisará dentro de tres años, por lo que no es descartable que, dependiendo de la experiencia hasta ese momento de la aplicación del Reglamento, así como de la demanda por parte del mercado y de los países miembros de la Unión Europea, se pudieran incluir nuevos tipos de instrumentos financieros en el ámbito objetivo del Reglamento.